

LES FONDS D'ÉGALISATION DES CHANGES

PRATIQUE ET THÉORIE

Thèse pour le Doctorat présentée et soutenue
le 14 Mars 1939, à 14 heures

PAR

VLADIMIR POLEJINA

M. NOGARO, *Président*

MM. LESCURE }
BAUDIN } *Suffragants*

PARIS
ÉDITIONS PIERRE BOSSUET
8, Rue Notre-Dame des Champs

1939

**LES FONDS
D'ÉGALISATION DES CHANGES**

PRATIQUE ET THÉORIE

A LA MÉMOIRE
DE MON BIENFAITEUR
DOBROSAV IGGNATOVITCH

A MES PARENTS

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

LES FONDS D'ÉGALISATION DES CHANGES

PRATIQUE ET THÉORIE

Thèse pour le Doctorat présentée et soutenue

le 14 Mars 1939, à 14 heures

PAR

VLADIMIR POLEJINA

M. NOGARO, *Président*

MM. LESCURE }
BAUDIN } *Suffragants*

PARIS

ÉDITIONS PIERRE BOSSUET

8, Rue Notre-Dame des Champs

1939



INTRODUCTION

La guerre mondiale a non seulement bouleversé les systèmes monétaires, mais elle a donné naissance à des causes qui prolongent encore ses effets. Elle continue à influencer l'or, la monnaie et le crédit, dépendants des phénomènes économiques et sociaux, et étant d'une sensibilité toute particulière.

Après une période d'inflation et d'instabilité monétaire, qui ont causé tant de maux immérités, les divers Etats ont essayé de retourner à l'ancien système de stabilité. Sans avoir pu restaurer l'ancien système monétaire, ils ont établi un système plus ou moins différent, mais dans l'établissement duquel ils n'ont pas manqué de commettre des fautes qui dès le début compromirent son fonctionnement normal. Tout d'abord en stabilisant, les divers pays ont rattaché leurs prix à ceux des Etats-Unis dont le niveau était artificiel et de caractère local établi par la période antérieure marquée d'une formidable inflation. Ensuite les taux de stabilisation n'étaient pas les mêmes; les uns ont adopté un taux nettement supérieur à ce qu'exigeaient les prix, d'autres, au contraire, à un taux sensiblement inférieur.

A ces fautes s'ajoutaient l'instabilité économique et l'instabilité politique qui ont donné une influence prépondérante aux facteurs psychologiques.

Les mouvements d'or et de capitaux semblent déterminés plutôt par des raisons de confiance ou de méfiance que par des considérations relatives aux types d'intérêt. Un « flottant international » important s'est créé qui refusait de s'investir à long terme et constituait pour les monnaies un danger permanent par suite de son extrême mobilité. Le fonctionnement du crédit et des changes s'en trou-

vait fâcheusement influencé. Le manque de coopération des Instituts d'émission, après la stabilisation des monnaies, et les difficultés financières de cette période, principalement les réparations et les dettes de guerre n'étaient que des causes défavorables à une vie tranquille. De sorte que, dans des conditions pareilles, le système monétaire ne pouvait pas fonctionner non plus d'une façon satisfaisante. Certains l'ont accusé de ne pas bien fonctionner et d'être responsable de beaucoup de maux. Sans lui refuser une part de responsabilité, il n'est pas possible d'aller jusqu'à l'accuser du mauvais usage qui en a été fait.

Enfin la disparition de la confiance et d'un certain libéralisme dans les échanges ont porté le coup mortel au système monétaire d'après-guerre.

Finalement la décomposition survint. Le signal en a été donné par le fameux krach de la Kreditanstalt autrichienne qui a été suivie par la suspension de la convertibilité de la devise de nombreux pays. Une période de cloisonnement a été ouverte; des groupes monétaires plus ou moins homogènes se sont formés : bloc-or, bloc-sterling et pays à contrôle des changes.

Les deux derniers systèmes se caractérisent par le fait que leurs monnaies sont contrôlées par les autorités. Seulement le premier système est beaucoup plus libéral que le second.

Dans le premier système on agit au moyen d'un organisme appelé Fonds d'égalisation sur les éléments techniques, sur l'or et les devises, mais il n'y a pas un taux de change fixé par rapport aux autres monnaies. Aucune atteinte n'est portée à l'activité individuelle.

Le second système, le contrôle des changes, a un tout autre but. A part les aspects et variantes qu'il peut revêtir, il se caractérise par le fait que l'autorité publique exerce un monopole plus ou moins complet sur les opérations de change et sur le commerce extérieur. La liberté de l'activité individuelle subit une atteinte plus ou moins grave, le système a été souvent adopté par les pays débiteurs, notamment par les pays dont la monnaie avait subi une dépréciation vertigineuse au cours de la guerre et au début de l'après-guerre.

Cependant les deux systèmes ont un trait commun, c'est

l'influence de l'Etat sur la monnaie et la tendance ou la volonté plus ou moins résolue des pays qui les adoptent à vivre une vie séparée.

La solidarité internationale, représentée par l'étalon-or était brisée. Et tout au début, une bataille des changes particulièrement meurtrière s'engagea entre les deux premiers blocs dont les effets étaient ressentis par le commerce international. Dans cette lutte, le bloc-or va en s'affaiblissant et il céda en septembre 1936. Mais, déjà avant cette date on s'était aperçu de la stérilité de la lutte et des effets fâcheux de l'isolationnisme.

Le Bloc-or a dévalué à cette date et des accords monétaires furent signés entre les Etats-Unis, la France, l'Angleterre, les Pays-Bas, la Belgique et la Suisse. Ces pays s'engagèrent par ces accords à éviter tout trouble conscient dans le domaine des changes en vue de rechercher un avantage commercial. Ils proclamèrent leur volonté commune « de sauvegarder la paix, de favoriser l'établissement des » conditions qui pourraient le mieux contribuer à restaurer » l'ordre dans les relations économiques internationales et » de poursuivre une politique tendant à développer la prospérité dans le monde et améliorer le niveau de vie des » peuples ».

La portée de ce passage est limitée par ailleurs, par un autre qui rend la liberté aux membres lorsque leur prospérité est en cause et qu'elle est incompatible avec les engagements pris.

En tout cas, ces accords sont une preuve éclatante que le nationalisme économique ne peut pas être poussé loin en régime démocratique sans un grand péril pour lui.

Pour le moment les réalisations dans le domaine des échanges sont encore modestes et la situation internationale troublée en est certainement une des causes. Mais un instrument pour une collaboration internationale existe déjà et il faut l'utiliser.

Cette nouvelle période est caractérisée aussi par une généralisation de l'organisme existant en Angleterre et aux Etats-Unis : le Fonds d'égalaion des changes dont le fonctionnement technique est justement facilité par les accords tripartites.

Nous étudierons ces organismes dans deux parties :

La première comprendra la description et le fonctionnement de ces organismes en pratique, ainsi que la coopération entre eux. La seconde partie comprendra l'étude théorique du système formé par eux, en même temps qu'une comparaison avec l'étalon-or.

Nous traiterons surtout des Fonds, anglais, américain et français dont la coopération est essentielle pour le système monétaire actuel.

PREMIERE PARTIE

**Etude pratique du Système
des Fonds d'Egalisation des Changes**

CHAPITRE PREMIER

CREATION DES FONDS D'EGALISATION DES CHANGES

Après la crise financière de 1931 qui brisa l'unité monétaire internationale, l'Angleterre fut le premier pays qui ait créé en avril 1932 un fonds d'égalisation des changes. Puis s'échelonnant jusqu'en septembre 1936 les pays suivants ont institué un organisme analogue : les E. U. en janvier 1934, où il existe avec un régime assez proche de l'étalon-or; Argentine, Canada et Belgique, mars 1935 (dans ce dernier pays il est déjà liquidé en avril 1936); Colombie, avril 1935. En 1936, avec la dévaluation des monnaies des pays du bloc-or, cette institution se généralise, et elle est adoptée par la France, la Suisse, les Pays-Bas et le Mexique.

Tous ces fonds créés comme des organismes indépendants de l'Institut d'émission, sont gérés soit directement par le Trésor, soit par l'Institut d'émission pour le compte et sous la responsabilité du Trésor et dans le cadre d'instructions générales données par lui. Ils sont dotés suivant des systèmes différents et ont pour mission, en intervenant sur le marché des changes, de soutenir les devises et d'en atténuer les fluctuations exagérées. Certains d'entre eux ne se sont bornés à cette action purement cambiste, mais se sont proposés par ailleurs, à réaliser une politique d'« open market ».

Nous allons examiner dans les sections qui vont suivre les raisons que l'on a données en faveur de la création de ces organismes indépendants de l'Institut d'émission, les modes suivant lesquels ils furent constitués et financés, ensuite les buts qu'ils se proposèrent de réaliser.

SECTION I

Pourquoi a-t-on préféré le Fonds d'égalisation à l'Institut d'émission?

Ce n'est donc pas ici aux causes qui ont amené la création d'un contrôle mais aux raisons qui ont fait adopter ce mode de contrôle par un organisme spécial et non par l'Institut d'émission que nous allons nous intéresser dans cette section.

Tout d'abord, au moyen de ces fonds, le soin d'agir sur le marché des devises, confié depuis de nombreuses années aux Instituts d'émission, fut transmis à des organismes du Gouvernement. Autrefois il est souvent arrivé que le règlement du cours des changes ait été confié à des organismes dépendant du Gouvernement, à des caisses de conversion. On ne peut donc pas dire que l'institution des fonds d'égalisation des changes soit vraiment une nouveauté.

Toutefois dans les pays qui depuis longtemps avaient laissé à leurs Instituts d'émission le soin du marché des devises dans le cadre de directives fixées par la loi, l'établissement des fonds d'égalisation constitue bien une nouveauté. Ainsi l'Institut d'émission disparaît du premier plan pour faire place, en ce qui concerne le règlement du cours des changes, à la nouvelle institution d'Etat.

L'établissement de fonds ne signifie en aucune façon qu'on suive une politique monétaire entièrement nouvelle et inconnue auparavant, mais marque plutôt un déplacement sensible des attributions de l'Institut d'émission vers le gouvernement. Quelles en étaient les raisons?

Il est pourtant certain que dans les cas de change flottant, les Instituts d'émission ont également montré, pendant une série d'années qu'ils étaient absolument capables de procéder à un « échange menagement » efficace. Il suffit de rappeler la gestion de la Banque d'Angleterre, de la Banque néerlandaise dans les années 1914 jusqu'au 28 avril 1925 et de la Banque de France de 1926 à 1928. C'est pourquoi la question se pose elle-même de savoir si l'institution de fonds d'égalisation à part était bien nécessaire.

Plusieurs raisons ont été données pour motiver la création de ces fonds. Dans les pays qui ont une devise flottante,

on fait remarquer en premier lieu, qu'aussi longtemps qu'une réévaluation de la réserve d'or de la banque centrale n'aura pas eu lieu, cette dernière ne peut opérer avec son or sur le marché des changes; une telle façon d'intervenir sur le marché des changes ne peut avoir lieu que sur la base d'un prix-or, exprimé en devises flottantes et pour la fixation de ce prix-or, on doit procéder tout d'abord à une réévaluation de la réserve existante.

Sauf en Angleterre et aux Pays-Bas où l'on a conservé l'ancien prix pour l'or, cette réévaluation a eu lieu dans les pays qui ont établi un fonds d'égälisation.

Aux E.-U. (1) et en Suisse (2) un prix de l'or a été fixé à la suite de l'accord tripartite du 13 octobre 1936 mais ils pouvaient le dénoncer moyennant un préavis de vingt-quatre heures.

En France, bien que le prix de l'or déterminé par la loi de dévaluation soit compris entre 0,0387 et 0,00441 grammes d'or fin par franc le prix n'a pas été fixé, et par suite il peut varier selon le cours du change entre les limites prévues par la loi.

Cet argument de la réévaluation de l'encaisse-or a joué partout.

En Angleterre on avait besoin, après l'abandon de l'étalon-or et à cause de retraits massifs des capitaux d'accroître les ressources liquides du marché de Londres. Pour ce faire la Banque d'Angleterre aurait pu agir par elle même sans se servir du truchement d'un compte spécial, en vendant une partie des titres du gouvernement détenu par le département de l'émission et en les remplaçant par de l'or et des devises. C'est du reste ce qu'elle fit sur une petite échelle pendant les quelques mois qui précédèrent l'établissement du Fonds d'égälisation. Mais cette méthode, ainsi que le fait remarquer le professeur Hall (3), présentait des inconvénients. D'abord la Banque d'Angleterre « ne pouvait pas convertir en or ses avoirs en devises, car le prix

(1) Aux E.-U. le prix de vente de l'or a été fixé, déjà à la suite de la stabilisation provisoire faite le 31 janvier 1931 à 35 dollars par once d'or fin moins les frais de frappe et de manutention.

(2) En Suisse le prix de vente de l'or est de 4.973 fr. 40 par kilogramme de fin.

(3) N. F. : *The Exchange Equalisation account*, Londres Mac Millan, 1935, p. 25 et suivantes.

du métal sur le marché au taux du change correspondant était loin de celui auquel statutairement il lui était possible d'acheter de l'or. » En effet le prix statuaire d'achat d'or de 85 francs par once était trop bas pour acquérir de l'or dont les prix sur le marché étaient de 30 % supérieurs au prix statuaire. « Et même si de l'or avait été acquis par la Banque pour se couvrir contre les risques du change dans ses achats de devises étrangères il en serait résulté soit une chute dans l'émission fiduciaire, soit un accroissement dans la « ration » du département de banque qui aurait pu être interprété comme une probabilité de changement dans les conditions intérieures et cette action de la Banque aurait conduit à la baisse des titres d'Etat. »

Arguments plus satisfaisants en apparence qu'en réalité, car lorsqu'on veut échapper à certains inconvénients et difficultés en procédant à la réévaluation, il n'est pas nécessaire de créer un Fonds d'égalisation à part. Une loi provisoire aurait été suffisante pour autoriser l'Institut d'émission à revaloriser provisoirement sa réserve d'or et à acheter et vendre de l'or à un prix variable d'une manière analogue à celle que les Instituts d'émission ont déjà employée à plusieurs reprises.

Par la nature des choses le bénéfice en or réalisé de cette manière aurait dû être porté au compte d'une réserve à part afin d'en régler la destination plus tard. Le procédé aurait été assez simple et c'est pourquoi l'on ne peut admettre cet argument en faveur de la création des Fonds d'égalisation comme ayant une grande importance.

Un second argument en faveur de la création des Fonds d'égalisation, et qui a été mis en avant surtout aux E.-U., consiste à soutenir que le soin des devises est une affaire d'intérêt général dont le gouvernement doit avoir la gestion et que les bénéfices et les pertes résultant d'opérations sur les devises doivent être portés, non au compte de l'Institut d'émission, qui est une institution privée dans la plupart des pays, mais à celui de l'Etat. Du même coup la question de la comptabilité et les complications qui en pouvaient résulter se trouvent résolues d'une façon satisfaisante.

Cet argument a bien plus de valeur que le premier. Pourtant il y a lieu de faire une observation : le système mo-

nétaire actuel repose dans tout le pays sur le fait que l'État donne les directives de l'approvisionnement monétaire, mais le soin d'observer ces directives, sous le contrôle suprême de l'autorité, avec participation aux bénéfices qu'on pourra y réaliser, est laissé à l'Institut d'émission.

S'il y a de gros bénéfices extraordinaires, ainsi qu'il se fait lors d'une dévaluation, ou de grosses pertes extraordinaires, telles que les pertes subies par les divers Instituts d'émission en 1931 sur les livres sterling, on peut avoir recours à un règlement spécial. La répartition des bénéfices entre l'Institut d'émission et l'Etat ne constitue pas toutefois, en soi, un motif suffisant pour partager le soin de la politique monétaire entre deux pouvoirs dont l'un est attribué à l'Institut d'émission, tandis que l'autre est constitué par une institution à laquelle on a expressément reconnu une certaine indépendance vis-à-vis de lui. Puis, l'unité dans la direction faciliterait la solution du problème de l'approvisionnement, surtout dans les pays dont le système d'émission n'est pas aussi rigide que celui de l'Angleterre, sauf, bien entendu, à respecter le pourcentage légal de couverture.

Sous cette réserve, cet argument mérite d'être pris en considération.

Un troisième argument repose sur le fait que les Instituts d'émission travaillent en public et doivent publier leurs bilans hebdomadaires, tandis que les Fonds d'égalisation peuvent travailler dans le plus profond secret.

Il a été considéré par les divers gouvernements comme étant d'une grande importance pour leur intervention sur le marché des changes. On peut dire que le secret pourrait être gardé par les Banques Centrales qui, dans ce but, modifieraient les règles relatives à la publication des bilans, soit en modifiant la périodicité, soit en différant de quelques semaines la publication. Cette suggestion, faite par d'aucuns (4), n'est pas, à notre avis, sans présenter des graves inconvénients; elle troublerait le marché et le priverait d'un guide sûr et nécessaire.

Enfin, une dernière raison, qui découle de la façon dont

(4) Roert Mossé : *Faut-il renoncer au Fonds de stabilisation des changes*; Europe nouvelle, 6 mars 1937.

certains fonds étaient constitués, Fonds anglais et hollandais par exemple, c'est qu'on a voulu, en les dotant des puissantes ressources en bons du Trésor, poursuivre un but de neutralisation de capitaux que la Banque Centrale ne pouvait pas réaliser sur la même échelle.

Telles sont les raisons, les unes de nature technique et comme telles propres à chaque pays, d'autres d'ordre général, qui ont influé sur les gouvernements pour créer ces organismes. Quelle que soit leur valeur théorique, une chose est certaine : c'est que l'Angleterre, en constituant la première un Fonds d'égalisation, a voulu tout simplement avoir un moyen qui permettrait aux autorités monétaires, en attendant des temps meilleurs, de changer les points d'entrée et de sortie de l'or de Londres. De cette façon, elle ne s'engageait pas à reconnaître un prix fixé d'or en livres; et elle avait résolu, non seulement la question comptable, mais aussi, en ne permettant pas à la Banque d'Angleterre d'intervenir sur le marché de l'or, de ne pas préjuger de toute la question de stabilisation.

Les autres pays n'ont fait que suivre son exemple pour rétablir, en matière de change, l'égalité compromise en 1932.

SECTION II

Constitution et financement des Fonds d'Egalisation des Changes

Les Fonds d'égalisation, formés depuis 1932, furent constitués d'après deux systèmes différents. Des pays comme l'Angleterre et les Pays-Bas les ont dotés de bons du Trésor; d'autres, comme les Etats-Unis, la France, le Canada, la Suisse et la Belgique, les ont constitués au moyen d'or libéré par la réévaluation de l'encaisse or de

l'Institut d'émission. Fait caractéristique, les pays qui ont eu recours aux bons du Trésor comme moyen de dotation, n'ont pas voulu dévaluer officiellement, aussi, n'ont-ils pas pu faire état d'une plus-value de l'encaisse or de l'Institut d'émission.

L'exemple type du premier système est le fonds anglais. C'est le plus ancien et le plus important; son évolution est riche en enseignements.

Le Fonds anglais, le premier en date, institué en 1932, avait à l'origine comme ressources 150 millions de livres de bons du Trésor, plus 25 millions de livres provenant de l'ancien « Dollar Exchange Account » (5) qui avait été créé pendant la guerre et disposait alors de £ 37 millions. Ce compte avait été utilisé par le Gouvernement anglais pour acheter les devises nécessaires au service de la dette britannique vis-à-vis des Etats-Unis quand la situation des changes était favorable.

Depuis la création, après la conférence de La Haye de 1930, de la Banque des Règlements Internationaux, l'utilité de ce compte avait diminué, puisque, par suite d'un arrangement, les sommes reçues par l'Angleterre, au titre de réparations, étaient versées à son crédit dans cette Banque, en dollars utilisables pour les versements aux Etats-Unis. Il fut alors question, vu ce changement, de le supprimer, mais après l'avoir réduit, on transféra le reste (6) au Fonds d'égälisation des changes.

C'est avec ces ressources-là que le Fonds commença ses opérations. Il sera, ultérieurement, l'objet de deux augmentations, toutes les deux d'un montant égal, et qui porteront sa capacité d'emprunt à 575 millions de livres sterling. Une première fois, le 4 mai 1933, à l'occasion d'un débordement par suite de l'afflux des capitaux américains à cause de la dépréciation du dollar et parce que des bruits

(5) La déclaration de Neville Chamberlain dans son Budget Speech pour 1932-1933. *Revue de la Science et de la Législation financière*, 1932.

(6) Cattiforis : *La crise de la monnaie anglaise*, 1933; Keynes : *The exchange Fund de l'Economist*, du 22 avril 1932, p. 902, dit que le solde n'était que de 12 millions.

avaient couru que l'on créerait un organisme analogue aux Etats-Unis.

Les « Treasury Bills » sont émis suivant deux méthodes : les uns sont offerts, « by tender », c'est-à-dire mis aux son existence, l'actif total du Fonds a été réduit approximativement de 125 millions de livres par suite des pertes comptables dues à des transferts d'or à la Banque d'Angleterre effectués à l'ancien prix légal. Le total des bons du Trésor d'environ 575 millions de livres, constitue une importante masse de manœuvre considérée par le gouvernement anglais comme suffisante pour s'opposer à tout mouvement spéculatif.

Telles ont été toutes les ressources du Fonds anglais. Elles représentent du reste bien plus une possibilité qu'une réalité immédiate et cela grâce à la méthode employée pour le financement. Pour que le Fonds doté initialement de cette manière puisse remplir, dès le début, sa mission de contrôle de la devise, c'est-à-dire manœuvrer dans les deux sens, il a besoin de posséder des devises nationales et des devises étrangères ou de l'or. Le fonds anglais avait des devises nationales qu'il se procurait en plaçant les bons du Trésor sur le marché au fur et à mesure de ses besoins mais il n'avait pas les devises étrangères nécessaires pour défendre la livre contre la baisse. C'est à cause de cela qu'immédiatement après l'ouverture officielle, le Fonds d'égalisation anglais a échangé une partie de ses bons contre les devises étrangères que possédait le département d'émission de la Banque d'Angleterre. Les « Others securities » du département d'émission ont diminué d'environ de £ 32 millions, tandis que les « Government securities » augmentèrent de la même somme (7). Il est évident que cette masse de devises étrangères aurait été insuffisante si le Fonds anglais avait été obligé, dès le début, de faire face à un retrait important des capitaux étrangers, mais heureusement pour lui la situation était toute différente. C'est pourquoi l'autre aspect du problème, l'approvisionnement en monnaie nationale, était pour lui plus important. Mais avant d'aborder son étude, il est nécessaire de donner quel-

(7) Situation de la Banque d'Angleterre, département de l'émission des 23 juin et 27 juillet 1932.

ques détails sur la manière dont sont émis les « Treasury Bills ».

Les « Treasury Bills » sont émis suivant deux méthodes : les uns sont offerts, *by tender*, c'est-à-dire mis aux enchères et vendus au public; la plupart des acheteurs sont les banques et les autres institutions qui constituent le marché monétaire; les autres sont, au contraire, émis pour les « Publics Departments » à des taux fixes. Ces derniers « Treasury Bills » sont connus d'ordinaire sous le nom de « Top Bills » ou bons émis « *through the top* ».

Les premiers ont une durée uniforme de trois mois, tandis que les seconds ont une durée variable qui est, dit-on, de dix à onze semaines, la Banque d'Angleterre est considérée comme détenant une quantité importante de « Treasury Bills » qui sont acquis pour la plupart « *though top* », mais elle s'en procure quelquefois aussi « *by tender* ».

Au point de vue de la publicité des émissions, on ne connaît dans les publications officielles que deux chiffres : le montant hebdomadaire des « tenders » successifs et le montant total des « Treasury Bills » existant à la fin de chaque semaine.

Après cette parenthèse, revenons au problème de l'approvisionnement du Fonds en (livres sterling) monnaie nationale. Nous nous plaçons évidemment dans l'hypothèse où le Fonds d'égalisation en a besoin, c'est-à-dire dans le cas d'un afflux des capitaux. Dans ce cas, le papier du Trésor, à l'aide duquel le fonds se procure sur son propre marché monétaire les ressources nécessaires à l'achat de devises étrangères, peut être placé à la banque centrale ou sur le marché libre. Ces deux méthodes produisent un effet très différent sur le marché monétaire national, et ici nous touchons au problème très important de l'influence des opérations des Fonds d'égalisation sur la circulation monétaire et par suite sur le crédit dont nous parlerons plus en détail un peu plus loin.

Si le papier du Trésor est placé à la banque centrale, il en résulte un élargissement du marché monétaire à moins que la banque centrale ne fasse diminuer en même temps et d'un montant égal ses autres placements. En échange du papier qu'il lui remet, le Fonds d'égalisation reçoit de l'ar-

gent de la banque centrale sous forme de billets de banque ou d'un avoir en compte courant. Le Fonds ensuite va acheter, avec cet argent, des devises étrangères qui s'offrent sur le marché des changes et ainsi il empêchera une hausse de la devise nationale de se produire. Si au contraire il le place sur le marché libre, cet effet ne se produira pas, il n'y aura aucun élargissement monétaire et le Fonds sera parvenu quand même à son but qui est celui de se procurer de la monnaie nationale. Maintenant, le Fonds d'égalisation peut se procurer la devise nationale par l'intermédiaire de l'or qu'il possède et qu'il a acquis en convertissant en or les devises étrangères qu'il a achetées sur le marché des changes. Il vend cet or à la banque centrale et ainsi il est en mesure de continuer à acheter sur le marché les devises étrangères offertes.

Dans ce cas, il doit subir une perte constituée par la différence entre le prix statutaire de l'or de la Banque d'Angleterre qui est de 85 sh. et le prix du marché qui est plus élevé.

Cette situation se produit forcément dans le cas où le Fonds manque totalement de « Treasury Bills » et elle s'est présentée en Angleterre deux fois : au printemps 1933 et au mois de juin 1937. Quelquefois les ventes d'or par le Fonds se font surtout en considération du crédit intérieur. Suivant les circonstances et les exigences de ce dernier, les autorités monétaires anglaises ont eu recours tantôt au marché libre, tantôt à la Banque Centrale.

Le principe de la dotation du Fonds d'égalisation en bons du Trésor a évidemment comme résultat d'accroître la dette flottante. La dette flottante a passé en Angleterre en effet de 620 millions en juin 1932 à 1.011 millions de livres au mois de juin 1933 (8); donc un accroissement de 400 millions de livres environ. C'est un revers de la médaille, mais elle n'en doit pas pour cela être rejetée, car un système ingénieux permet, par ce mode de financement, de donner toute liberté aux dirigeants du Fonds, en même temps qu'il assure le secret de leurs opérations. En outre, cette augmentation ne présente aucun danger, car les Bons

(8) Malgré ce phénomène la dette flottante anglaise n'a pas tardé à diminuer, les efforts du gouvernement l'ont ramenée, dès 1934, à 899 millions de sterling.

du Trésor n'atteignent pas le grand public. D'ailleurs ceux remis au Fonds d'égalisation anglais constituent selon le mot de M. Neville Chamberlain, une créance dont il sera possible de retirer ultérieurement un bénéfice. Enfin les ressources en « Bills » du Fonds représentent, comme on l'a déjà dit, une possibilité d'action mais non un accroissement immédiat de la dette flottante. Le Fonds émettra les « Bills » au fur et à mesure de ses besoins, et l'élévation de la dette flottante ne sera effective que lorsque le Fonds aura mis en circulation tous ses bons.

Il se peut très bien, étant donné son mode de constitution, qu'à un moment donné le Fonds se retrouve avec le total de ses « Bills » les ayant rachetés sur le marché ou à la Banque d'Angleterre, à ce moment l'augmentation de la dette flottante due au Fonds est nulle.

Il se peut d'autre part que le Fonds ait à faire face à une telle demande de sterling qu'il soit obligé de vendre tous les « Treasury Bills » de sa dotation, alors à ce moment-là l'élévation de la dette flottante est au maximum.

En résumé ce système présente beaucoup plus d'avantages que d'inconvénients : il est d'abord souple, parce qu'il permet de faire jouer le circuit des bons du Trésor en matière d'approvisionnement du Fonds en devises nationales, et en outre il est en mesure d'empêcher les fâcheuses influences qu'exercent les capitaux vagabonds sur le crédit intérieur.

Le Fonds anglais est le principal représentant des Fonds dotés en bons du Trésor et nous avons vu à propos de lui les caractéristiques de ce système de dotation.

Notons en passant que la Hollande a, en tous points, imité l'Angleterre et la dotation de son Fonds est de 300 millions de florins de bons du Trésor et il n'a subi aucun changement depuis sa création le 30 septembre 1936.

Le second système, basé sur le principe de la dotation des Fonds en or, s'est en quelque sorte généralisé à la suite de la disparition du bloc-or au mois de septembre 1936. Les plus importants des Fonds de ce genre et, non seulement au point de vue de leur dotation, mais aussi de leur importance dans les relations monétaires internationales, sont : américain 2 milliards de dollars; français 10 milliards de francs, et suisse 539 millions de francs suisses.

Voyons maintenant comment se pose pour ces Fonds le problème des ressources nécessaires pour contrôler les variations de leur devise respective sur le marché des changes. Ces Fonds, on le voit, ont de l'or mais n'ont pas d'avoirs en monnaie nationale. Par conséquent, dans l'hypothèse d'une fuite importante des capitaux aussi bien nationaux qu'étrangers, ils ont les moyens d'y faire face jusqu'à épuisement complet de leur dotation et après ils doivent, s'ils veulent continuer leurs opérations de contrepartie, échanger les billets à la banque centrale contre de l'or. Mais dans le cas d'un afflux des capitaux, ils sont obligés de s'adresser immédiatement à la Banque Centrale et échanger leur or contre la monnaie nationale pour empêcher la hausse de cette dernière de se produire.

Leur constitution les contraint donc de demander toujours à la Banque Centrale la monnaie nationale et ils n'ont, par conséquent à ce point de vue, rien à voir sur le marché libre. Théoriquement donc, ils peuvent empêcher la baisse de leur devise et non la hausse, pratiquement ils sont en mesure d'agir dans les deux sens.

Ici le mécanisme d'approvisionnement est simplifié, il n'y a qu'une source; le rétrécissement et l'élargissement du marché monétaire intérieur se produisent toujours avec chaque reflux et afflux des capitaux, ce qui les distingue du premier système.

Le manque de monnaie nationale, dans la dotation initiale des Fonds, peut présenter des inconvénients et comporte aussi une insuffisance de souplesse dans leur fonctionnement. Plusieurs raisons le confirment.

D'abord, les opérations entre les Fonds et les Banques centrales sont connues; elles révèlent donc, au moins en partie, la situation des Fonds et peuvent parfois inquiéter inutilement le public. Ainsi, en France par exemple, au mois d'octobre 1936, le Fonds a remis à la Banque de France successivement 5, puis 2 milliards en or, contre francs billets ou francs crédit; on en a conclu que le Fonds vendait du franc et achetait des devises étrangères qu'il convertissait aussitôt en or. Fin janvier 1937 le Fonds a repris trois milliards-or à la Banque; on en avait conclu que le Fonds avait besoin de reconstituer ses munitions et que sa situation n'était peut-être pas très brillante. L'opinion pu-

blique n'a pas manqué de s'en émouvoir, d'autant plus qu'au même moment le taux de l'escompte était relevé à 4 %, ce qui semblait confirmer les soupçons.

Ensuite, il nous semble que consacrer une partie de la masse métallique du Fonds à l'achat de billets, ce n'est pas faire le meilleur emploi possible de cet or.

L'encaisse du Fonds devrait être réservée à ses opérations vis-à-vis de l'étranger et ne devrait pas être utilisée à des règlements entre lui et la Banque, surtout dans les pays où le système d'émission n'est pas rigide comme en Angleterre, où la Banque d'Angleterre ne peut émettre de billets que contre un montant égal d'or et où le Fonds est légalement obligé de lui remettre de l'or; on pourrait transférer des billets et des crédits de la Banque Centrale au Fonds, sans que celui-ci fût obligé de se dessaisir du métal, sauf bien entendu si l'on approchait de la limite de pourcentage de la couverture légale.

En considérant le principe de dotation, on peut conclure que les Fonds du premier type sont plus indépendants vis-à-vis de l'Institut d'émission au point de vue de l'approvisionnement en monnaie nationale que ceux du second type; tandis que les premiers sont plus dépendants de lui en ce qui concerne l'approvisionnement en or. En réalité la question de l'indépendance des Fonds vis-à-vis des Instituts d'émission dépend surtout des circonstances : c'est ainsi que le Fonds anglais, qui avait à faire face la plupart du temps à un afflux des capitaux, ne recourait presque pas à l'Institut d'émission pour lui demander de l'or en cas de baisse de la livre sterling, tandis que le Fonds français, se trouvant la plupart du temps, devant une fuite des capitaux, avait épuisé sa réserve or initiale et était obligé de se retourner souvent à la Banque de France pour lui en demander, ce qui a amené M. Frédéric Jenny à dire à propos de lui qu'il est un « simple prolongement de l'Institut d'émission, n'a point d'autonomie et ne répond en réalité à rien de très sérieux » (9).

À l'occasion du dernier repli du franc effectué au mois de mai 1938, on a rendu plus souple le mécanisme d'approvisionnement du Fonds français en monnaie nationale, ce

(9) *Le Temps*, du 12 juillet 1937.

qui l'a rapproché dans une certaine mesure du Fonds anglais. Etant donné, à ce moment-là, le rapatriement des capitaux et le Fonds ne possédant pas suffisamment de francs, on a permis au Trésor de faire les avances nécessaires au Fonds pour l'achat des devises étrangères. En outre, on a autorisé aussi le Fonds de soutien des rentes d'effectuer des achats d'or avec ses francs inemployés. De cette façon, le Fonds français n'était pas forcé de recourir à la Banque de France et il pouvait à l'exemple du Fonds anglais stériliser une grande partie de l'or qui arrivait et ainsi empêcher de se produire un élargissement indésirable du marché monétaire.

A la fin de cette étude, on peut définir les divers Fonds d'égalisation comme étant des masses de manœuvre destinées à intervenir sur le marché des changes en vue de certains buts.

Diversement dotés à leur point de départ, tous ces Fonds peuvent par la suite et comme conséquence de leurs opérations, posséder des avoirs de toute sorte : devises étrangères, monnaie nationale et l'or.

En ce qui concerne les devises étrangères que les Fonds ont acquis à un moment donné, elles sont immédiatement transférées aux Banques d'émission des pays intéressés et converties en or ensuite rapatriées ou laissées « earmarking » à l'étranger.

Les accords monétaires tripartites ont facilité cette conversion, mais ils ne garantissent pas un cours fixe des devises, les Fonds sont obligés, par précaution, d'éviter les risques de change, de les convertir le plus tôt possible.

Pour ce qui est de la monnaie nationale, la garde en est différente suivant le système. Les Fonds dont la dotation consiste en bons du Trésor achètent ordinairement sur le marché monétaire les bons placés auparavant ou ils participent aux nouvelles émissions des bons du Trésor, tandis que ceux dotés en or la laissent inactive, l'accumulent tout simplement à la Banque Centrale et elle servira plus tard, avec le renversement du courant des capitaux, à acheter de l'or. Il y a donc un véritable circuit des bons du Trésor dans le premier cas et qui n'existe pas dans le second.

L'or, suivant le cas et le système, peut être stérilisé ou

vendu à la Banque Centrale pour se procurer de la monnaie nationale.

Dotés de puissantes ressources, ces Fonds se sont vu attribuer par les gouvernements un but ou des buts que nous allons immédiatement rechercher.

SECTION III

Objet des Fonds d'Egalisation des Changes

Comme leur nom l'indique, ces Fonds seraient destinés à régulariser ou à atténuer les fluctuations des changes; mais, si l'on se contentait de cette analyse étymologique, on ne se rendrait pas compte de la réalité. Les apparences cachent très souvent des choses tout à fait différentes. Dans cette recherche des buts des divers Fonds, l'examen des documents officiels et des textes constitutifs est très utile, sans oublier naturellement les suggestions que peut inspirer l'activité de ces Fonds.

Le document le plus important dont se sont inspirés plus ou moins, en cette matière, d'autres pays, est la déclaration de M. N. Chamberlain, chancelier de l'Echiquier, dans son Budget-Speech pour l'année 1932-1933 (10). Elle nous donne des indications très précieuses à ce sujet et surtout quand on pense que les opérations des Fonds se passent dans le secret. Nous en citerons la partie la plus intéressante :

« Pendant les dernières semaines, la situation du change de ce pays a rencontré de sérieuses difficultés. Il y a un grand manque de confiance à l'étranger; cette perte de la confiance a conduit à de larges accumulations de capitaux liquides qui peuvent être transférés très facilement d'un centre financier à un autre et, par suite, aider considérablement les opérations des spéculateurs. L'effet du transfert de ce capital liquide est d'exercer une influence très perturbative sur le change de la livre sterling qui n'est plus rattachée à l'or. Depuis que nous avons réussi à rembourser les crédits qui nous avaient été ouverts l'année

(10) *Revue de Science et Législation comparée*, 1932, p. 290 et suiv.

dernière à l'étranger et à équilibrer les comptes nationaux, la marée du capital liquide s'est avancée très fortement vers nos rivages... Dans ces circonstances personne ne peut dire avec certitude que le flux ne peut pas bientôt se retirer... Conclusion : il est essentiel pour nous de conserver des réserves d'or et de change étranger suffisantes pour que nous puissions faire face à un retrait soudain des capitaux à courte échéance et repousser ces mouvements spéculatifs »...

Enfin, il propose la création d'un Fond d'égalisation doté en bons du Trésor et il continue :

« Les nouveaux pouvoirs combinés avec ceux que possède déjà la Banque, sur qui doit naturellement continuer à peser la principale responsabilité de la gestion, nous permettront de faire face bien plus efficacement que nous ne l'avons fait jusqu'ici, soit à un afflux inutile de capitaux, ou, si l'alternative se renouvelle encore, à une émigration de capitaux.

« Il y a certainement d'autres buts pour lesquels le Fonds d'égalisation des changes pourra être utile. En premier lieu il y a une question de comptabilité relative aux états hebdomadaires de la Banque... »

Cette déclaration, en même temps qu'elle nous donne l'image de la situation monétaire troublée à cette époque, nous renseigne sur les buts essentiels que devait poursuivre au début le Fonds anglais; il y a d'abord eu un rôle cambiste du Fonds, celui d'atténuer les fluctuations de la livre et puis le rôle de compenser les mouvements des capitaux à court terme, de manière à empêcher ces mouvements d'avoir une répercussion sur la liquidité constituant la base de la structure interne du crédit.

Malgré les renseignements donnés par ce texte, il régnait au début une incertitude, justement due au secret des opérations, au sujet des buts du Fonds anglais. Certaines personnes, comme Sir J. Wedgwood, ne manquaient pas de lui prêter de noirs desseins. Ce dernier, dans une interpellation faite aux Communes et aussi dans une lettre écrite au *London Times* (11) a dit « que le Fonds a bien plutôt en vue d'agir sur les monnaies des autres pays ».

(11) Lettre publiée le 9 mars 1933.

Un auteur américain dira : « Tant que les véritables buts d'une telle institution ne sont pas connus, il est impossible d'estimer le degré du succès » (12).

Par la suite d'autres buts se sont ajoutés à ceux que nous venons d'énoncer :

En effet, le gouvernement anglais a très tôt admis l'opportunité d'une dépréciation de sa monnaie afin d'améliorer la balance commerciale, de favoriser les industries d'exportation.

Il a aussi obéi à la préoccupation de compléter la rénovation de son armature monétaire et de mettre un terme à la politique du taux de l'escompte.

En outre la gestion qui sera faite du Fonds nous suggère que celui-ci poursuivait l'accroissement des réserves d'or de la Banque d'Angleterre. L'encaisse de celle-ci était, de l'avis de beaucoup d'autorités économiques (13) et notamment des membres du Comité Mac Millon, beaucoup trop faible pour une monnaie comme la livre et particulièrement depuis la généralisation du système de l'étalon de change or. En fait, l'encaisse or de la Banque d'Angleterre tendait à s'accroître par achat au Fonds d'égalisation des changes et il était difficile, pour des raisons psychologiques, que le Fonds à son tour, quand le besoin s'en faisait sentir, fit appel à la Banque pour qu'elle lui rétrocédât de l'or.

Enfin plus récemment il s'efforçait de maintenir la valeur de l'or momentanément compromise.

Le Fonds hollandais constitué de la même manière que le Fonds anglais poursuivait les mêmes buts.

Ailleurs, en France, Etats-Unis, Suisse, Canada, la situation étant différente, avait elle-même influé sur la nature de la dotation de leurs Fonds; il semble plutôt que ces derniers aient cherché à déjouer la spéculation cambiste, à défendre les réserves métalliques des banques d'émission.

Il est très probable qu'ils aient voulu, après une certaine dévaluation, stabiliser les changes dans la mesure du pos-

(12) Comstock : *The British Exchange Equalisation Account in American Economic Review*, 1932

(13) N. F. Hall : *The Exchange Equalisation Account*, p. 3.

sible, dans l'intérêt de la régularité des opérations du commerce international et de la reprise des mouvements internationaux des capitaux.

Le rôle cambiste de ces derniers Fonds a été, en effet, plus ou moins défini par les dispositions légales.

C'est ainsi que le Fonds américain, après le rattachement provisoire du dollar à l'or, effectué par la loi du 31 janvier 1934, avait pour but de faire coïncider le cours du change avec la nouvelle parité (14) métallique du dollar. En fait, son rôle sur le marché des changes était celui d'une réserve de secours pour pallier à une faiblesse marquée du dollar, les mouvements de la devise étant normalement régularisés par la convertibilité en or. Après l'accord tripartite en assumant des nouvelles obligations, il est devenu plus actif.

Le Fonds belge, dont l'existence était très courte, s'apparente, à ce point de vue, au Fonds américain; dans les deux cas il s'agit d'un étalon-or, à des parités nouvelles, flanqué d'un Fonds pour les faire respecter.

L'activité des Fonds français et suisse était, dès le début, cantonnée entre deux limites, un maximum et un minimum fixés à l'occasion de la dévaluation du franc français et suisse au mois d'octobre 1936. Suivant les dispositions des nouveaux textes, ils recevaient pour mission de régulariser les rapports entre leur devise propre et les devises étrangères, en maintenant leur parité par rapport à l'or dans les limites qui étaient respectivement de 49 et 43 milligrammes pour le franc français et 190 et 215 milligrammes pour le franc suisse de métal jaune, au titre de 900/1.000 de fin, par unité monétaire.

Le statut du franc français a subi depuis octobre 1936 deux modifications : une en juillet 1937 supprimant les deux limites extrêmes de ses oscillations et l'autre en mai 1938 établissant une limite maxima de dépréciation du franc par rapport à la livre sterling et qui correspondait à 179 francs par livre. En conséquence le rôle du Fonds français devait s'adapter lui aussi à ces modifications;

On voit d'après ce court exposé que tous ces organismes, portant ordinairement le même nom, mais de constitution

(14) La nouvelle parité du dollar était 59 % de l'ancienne.

différente, poursuivaient tantôt un but uniquement cambiste tantôt, procédant d'une conception très large, se proposaient des buts plus ou moins complexes. En tout cas, ils donnaient satisfaction, après l'abandon de l'étalon-or ou après une dévaluation, à un besoin pressant : celui d'atténuer les fluctuations de la monnaie nationale en faisant sur le marché des changes la contre-partie d'opérations considérées comme impliquant certains risques pour la stabilité de celle-ci.

Ils se proposèrent donc tantôt de servir les demandes de devises pour éviter l'appréciation trop rapide de celles-ci, tantôt de mettre à la disposition du marché de la monnaie nationale pour limiter son renchérissement.

Ils se portent, en fait, tantôt acheteurs, tantôt vendeurs, sur le marché libre des changes, exactement comme le ferait une Banque ordinaire. Avec deux différences cependant : d'une part, ces organismes ne poursuivent pas leurs profits propres, mais la régularisation du cours des changes, conformément à ce qui est défini comme étant l'intérêt national; d'autre part, pour remplir convenablement cette tâche, ils sont dotés de moyens extrêmement puissants qui leur permettent de dominer les cours. Ainsi la libre concurrence subsiste-t-elle, mais avec la présence sur le marché d'un partenaire dominant représentant l'intérêt général.

Apparemment le mécanisme est simple : quand le Fonds veut enrayer la hausse de la monnaie nationale, il s'en procure en plaçant des bons sur le marché ou en vendant de l'or à la Banque Centrale, suivant le type de Fonds, qui le crédite d'une somme équivalente (15).

Quand au contraire il s'emploie à freiner la hausse des devises étrangères, il en offre sur le marché et quand il n'en possède plus qu'un montant insuffisant, il vend de l'or sur des places étrangères. Suivant les dispositions de l'accord tripartite, il n'opère qu'avec le concours d'organismes similaires existant dans les autres pays. Si, par exemple, le Fonds français veut se procurer des livres ou des dollars, dans ce cas ce sont le Fonds anglais et le Fonds

(15) Les Fonds anglais et hollandais subissent des pertes sensibles à chaque vente d'or aux Banques Centrales à cause des règles statutaires en usage auprès de celles-ci.

américain qui opéreront pour son compte sur le marché de Londres et sur celui de New-York, et c'est dans la mesure où les demandes de livres ou des dollars contre ventes de francs dépasseront les offres de livres et des dollars contre demandes de francs que le Fonds français couvrira la différence par des exportations de métal.

Dans un cas comme dans l'autre, le rôle des Fonds consiste à couvrir chaque jour le solde des transactions, soit qu'il accuse un excédent de demandes de devises, c'est-à-dire de vente de monnaie nationale, soit qu'il fasse apparaître un excédent d'offres de devises, c'est-à-dire de demandes de monnaie nationale. Ce solde apparaît une fois les opérations de compensation effectuées entre les mouvements établis par les banques.

Les Fonds n'entretiennent donc en fait des rapports qu'avec les banques, qui font des opérations soit pour leur clientèle, soit pour leur compte ou pour celui d'établissements similaires.

Par ces diverses opérations, on s'efforce de maintenir ou d'obtenir un cours désiré; c'est-à-dire que si le cours actuel paraît le plus adéquat, il faudra éviter qu'une demande trop forte des devises étrangères ne provoque une baisse qui éloignerait la monnaie nationale du cours désiré.

Il faudra donc observer, à tout instant, les tendances de l'offre et de la demande sur le ou les marchés monétaires, et chaque fois qu'un déséquilibre se produira dans un sens ou dans l'autre, faire la contre-partie afin que le mouvement ne se fasse pas sentir sur le cours. Pour obtenir un cours, il faudra, tout au contraire, provoquer un déséquilibre afin d'agir sur le cours dans le sens désiré.

C'est on le voit la pure application de la loi de l'offre et de la demande.

Le principe est donc parfaitement clair et simple, mais des complications surgissent du fait que les Fonds d'égalisation font, ou se sont proposé très souvent de faire une distinction entre les divers mouvements des changes : ils s'efforcent de supprimer les mouvements mineurs, mais ils laissent s'accomplir les grands mouvements dûs aux causes profondes de l'économie nationale. Le rôle des Fonds, par conséquent, devrait être, dans ce cas-là, de faire la contre-

partie des spéculateurs, tout en respectant les déséquilibres provoqués par la situation économique.

Il y a là un problème qui semble beaucoup plus soluble en théorie qu'en pratique, car, comment savoir, lorsqu'un mouvement s'amorce, s'il va être dû aux grandes lois économiques ou à une action des spéculateurs.

C'est là, on peut le dire, un problème d'art particulièrement difficile à résoudre. L'idée même, qu'on doit permettre à la monnaie de s'adapter à la situation économique et financière, en laissant jouer librement la loi de l'offre et de la demande sur le marché des changes, nous paraît très souvent critiquable pour deux raisons :

D'une part, il peut être éminemment souhaitable, pour des raisons d'ordre social, comme par exemple des pertes sensibles de pouvoir d'achat subies par certaines catégories sociales intéressant travailleurs, fonctionnaires et petits rentiers, que l'état des finances publiques et de l'économie privée soit fréquemment ajusté à la valeur de la monnaie, et non la monnaie à la situation financière et économique.

D'autre part, une monnaie sous le contrôle d'un Fonds d'égalisation trouverait son niveau normal si seuls les éléments matériels, tels que la balance commerciale proprement dite, les échanges invisibles et les prix, agissaient sur le change. Or, à côté de ces éléments, les facteurs psychologiques, ceux-là précisément qui provoquent les migrations de capitaux et aussi les spéculations, jouent un rôle souvent prépondérant. Sous leur influence la valeur de la monnaie s'écarte constamment et considérablement de ce qui semblerait devoir être son point d'équilibre. Et, de surcroît, les variations du change modifient à leur tour les prix, les conditions des échanges et l'évolution financière, c'est-à-dire les éléments fondamentaux dont on tient compte lorsqu'on s'efforce de trouver le cours normal.

L'expérience française, après le mois de juin 1937, nous fournit à cet égard un bon exemple de l'impossibilité d'aboutir même au prix d'une grande dépréciation.

Quoi qu'il en soit de la possibilité de réaliser ou d'en justifier doctrinalement, il n'en est pas moins vrai que c'est la raison officiellement déclarée de la création de certains Fonds d'égalisation ou résultant de leur activité.

On voit qu'à la base de toute activité cambiste des Fonds

se trouve le principe de masse de manœuvre qui n'est pas tout à fait nouveau.

Avant l'expérience des Fonds, c'était la Banque centrale qui se chargeait souvent de cette fonction.

Dès avant la guerre, et sans changer le régime de l'éta-lon-or, la Reichsbank et la Banque Nationale de Belgique étaient déjà intervenues sur le marché, mais il ne s'agissait pas d'opérations d'une grande ampleur.

Après la guerre dans la période de pré-stabilisation du franc de 1926-28, la Banque de France faisait des opérations sur une très vaste échelle sur le marché des changes.

Chaque fois que le franc variait de 8 centimes sur le marché des changes la Banque de France intervenait. La loi du 7 août 1926 sur les opérations en vue de la stabilisation de la monnaie avait permis à cette dernière d'émettre des billets en quantité illimitée, en contre-partie de devises qu'elle accumulait en vue de la stabilisation du cours du change. La Banque de France acquit un stock énorme de devises grâce à la spéculation qui jouait à la hausse du franc.

Cette politique de devises causa des grands ennuis à l'Institut d'émission français.

« La Banque de France était obligée d'acheter les devises qui étaient offertes en surnombre sur le marché. De ces devises la Banque n'avait pas emploi. Elle les laissa donc en dépôts sur leurs places respectives. Sur ces places une aisance monétaire artificielle était ainsi entretenue. Des capitaux considérables étaient transformés en francs par leurs détenteurs. Mais une somme équivalente de capitaux demeurait disponible sur le marché d'origine par le gonflement des comptes locaux de la Banque de France (16) ».

Ces inconvénients sont impossibles actuellement après l'Accord Tripartite qui facilitait la conversion immédiate des devises acquises par un Fonds auprès de son similaire.

Il y a encore une différence entre cette politique de devises et l'expérience actuelle : c'est que les Fonds travaillent dans le secret, tandis que la Banque de France agissait publiquement car alors on ne désirait que stabiliser le franc et cela pouvait être su par tout le monde.

(16) Leguen : *La question de l'or de la France*.

La Banque d'Angleterre appliqua cette même politique à la veille et après l'abandon de l'étalon-or et jusqu'à la création du Fonds d'égalisation des changes.



Certains des Fonds, comme le Fonds anglais et hollandais étaient capables dès le début, en outre de ce rôle purement cambiste, de compenser les mouvements de capitaux à court terme placés sur leurs marchés et de les rendre, dans une grande mesure, inoffensifs non seulement pour la stabilité de leur devise, mais aussi pour le marché interne du crédit.

En effet, leur organisation leur permet de remplir aussi cette mission. Lorsqu'on observe, par exemple, un afflux anormal des capitaux étrangers, celui-ci se traduit et par une demande de monnaie nationale sur le marché des changes et par une demande subséquente de bons du Trésor sur le marché monétaire. Or, l'action de ces Fonds d'égalisation qui s'exerce par la vente de bons du Trésor a précisément pour effet de satisfaire simultanément ces deux demandes.

La capacité de compensation (17) du Fonds anglais est beaucoup plus large que celle du Fonds hollandais; et cela se comprend très facilement si l'on réfléchit un peu à la situation qu'occupe le marché de Londres dans le monde. Le rôle de Londres comme centre international des dépôts et des acceptations est connu depuis longtemps; mais l'importance du premier a crû avec l'insécurité et les troubles monétaires dans le monde d'après-guerre et ce qui a eu pour effet de rendre l'équilibre de ce marché instable. Ces capitaux sont extrêmement mobiles; ils se déplacent au moindre incident politique et économique.

Ils représentent de l'argent qui, dans des conditions normales, aurait certainement été placé pour une grande partie, d'une manière durable, mais que l'on retient maintenant sous forme liquide. C'est du « hot money » qui s'enfuit au premier signal d'alarme et qui entraîne d'autres avec lui dans sa retraite; et si le pays où il se trouve n'est pas im-

(17) Nous verrons plus tard dans quelle mesure elle était utilisée.

médiatement en mesure de satisfaire à leur exigence qui est celle d'être convertis en d'autres devises, leur va-et-vient peut occasionner de sérieuses fluctuations des cours sur le marché des changes. L'Angleterre a connu leurs néfastes effets en 1931 quand ils l'obligèrent à abandonner l'étalon-or.

De là vient l'opportunité d'un contrepoids à ces capitaux fuyants, qui soit en état de neutraliser l'effet de leur afflux et de leur reflux sur les relations intérieures et grâce auquel on puisse tenir en échec les efforts des spéculateurs pour encourager de tels déplacements de capitaux en masse dans le but d'en tirer profit. C'est le désir d'arriver à ce contrepoids qui explique le mécanisme compensatoire de ces Fonds et et du Fonds anglais en particulier.

Cela ressort nettement de la déclaration de Neville Chamberlain et du gouvernement des Pays-Bas faite à propos de la création des Fonds d'égalisation.

Il faut noter que le Fonds français originairement doté en or a, depuis le repli du franc, une certaine capacité compensatoire limitée aux avances que lui fait le Trésor.

La Trésorerie des Etats-Unis a appliqué, à son tour, à partir du 20 décembre 1936, un système de compensation de mouvement de capitaux indépendant du Fonds d'égalisation.

Telles sont les fins que poursuivaient les Fonds d'égalisation et il apparaît que le Fonds anglais les dépasse tous par la complexité de ses buts.

SECTION IV

Le secret des opérations des Fonds d'égalisation des Changes

Une des caractéristiques de ces organismes, et à laquelle les gouvernements tiennent beaucoup, est le secret dans lequel se déroulent leurs opérations.

Lors de leur création les divers gouvernements ont fait savoir qu'il n'y aurait aucune publicité concernant les opérations des Fonds.

Le gouvernement anglais s'engagea à ne rendre qu'un

compte annuel, lors de la discussion du budget, pour dire que l'organisme fonctionnait à la plus grande satisfaction des autorités monétaires et ne subissait pas les pertes que ces détracteurs avaient prévues considérables.

Le gouvernement français, de son côté, par la bouche du gouverneur de la Banque de France, M. Labeyrie, a prévenu le public que les situations hebdomadaires prochaines ne permettront pas de se rendre compte des mouvements du Fonds d'égalisation. Le Fonds de stabilisation dit-il « achètera ou vendra de l'or à la Banque; il en a déjà vendu pour un montant important, mais ces achats et ces ventes ne correspondront pas à ses opérations...

« Il sera inutile de demander concernant celles-ci des renseignements, aussi bien aux services de la Banque qu'à ceux du Ministère des Finances (18) ».

Il souligne, en conclusion, qu'il sera inutile et même difficile de faire des déductions quelconques en s'appuyant sur les situations hebdomadaires.

L'importance que l'on attache au caractère secret des opérations des Fonds est démontrée aussi par le fait que les gouvernements français et hollandais ont cessé de publier les statistiques douanières des mouvements d'or lorsque leurs Fonds d'égalisation commencèrent à fonctionner.

Le Service Economique de la Société des Nations lui-même avoue qu'il ne possède pas de renseignements précis.

La raison d'être de ce mystère était de contrecarrer la spéculation qui amplifie chaque mouvement léger cherchant à un bénéfice par différence.

Le Fonds d'égalisation constitue une importante masse de manœuvre, mais il importe quand même de la ménager et de laisser les spéculateurs dans l'ignorance de ses disponibilités réelles. Dans l'incertitude, la spéculation réduite à des hypothèses aurait moins de chances de troubler la stabilité des changes.

On pensait, au contraire, que si des rapports réguliers faisaient connaître sa situation, il y aurait non un découragement de la spéculation, mais un accroissement : vu le moindre risque les spéculateurs seraient plus nombreux.

(18) Discours prononcé au Conseil général de la Banque de France le 9 octobre 1936,

La question qui se pose maintenant est de savoir si l'interposition d'un Fonds d'égalisation entre la Banque Centrale et le marché permet d'assurer le secret des opérations de défense monétaire. Puis ce secret est-il utile? Différents efforts ont été tentés pour arriver à percer le mystère par un chemin détourné : certains ont utilisé les renseignements douaniers, d'autres ont analysé le mécanisme du Fonds et ses rapports avec la Banque Centrale.

F. N. Paish a établi pour le Fonds anglais, au moyen d'un procédé de calcul, l'évolution approximative de ses divers avoirs, dont les mouvements semblent correspondre tant à ses opérations supposées qu'aux oscillations des cours de la livre (19). Sa méthode est la suivante :

« On peut connaître approximativement les opérations futures du Fonds lorsqu'on sait quel est, parmi ses avoirs, la place des avoirs en sterling et celle de ses avoirs non en sterling ».

« Si l'on suppose qu'une vente de sterling a pour conséquences un achat de devises ou d'or et qu'une vente de devises ou d'or a pour conséquences un achat de Treasury Bills, il suffira de suivre les mouvements d'un de ces éléments pour, sachant quelle est la dotation primitive du Fonds, avoir une vue d'ensemble de sa gestion.

« Les achats et ventes de devises ou d'or sont impossibles à suivre, étant donné le secret de la comptabilité du Fonds. Si l'on sait qu'il a vendu dans des proportions très grandes de l'or à la Banque d'Angleterre, on ne sait pas s'il en conserve par devers lui.

« Il faut donc étudier le problème par l'autre face, « Treasury Bills » et admettre que le Fonds a comme principe de transformer en « Treasury Bills » tous ses avoirs en sterling au fur et à mesure qu'ils se constituent ».

« Le premier élément à considérer que nous trouvons dans la situation officielle, c'est le total hebdomadaire des « bills » émis par « tender » et pour une durée de trois mois. Pour connaître le total actuellement en cours de bons, il suffit de totaliser les « tenders » successifs de treize semaines : ceci représente la valeur des bons originaires

(19) F. N. Paish : *The British Exchange Equalisation Fund in Economics*, février 1935.

émis pour le marché et encore existants à la fin de la semaine qui suit le dernier « tender ».

« Si l'on déduit ce total de l'autre chiffre officiellement connu, le total général des bons du Trésor actuellement en cours à la fin de la même semaine, la différence représente le total existant des bons émis autrement que par « tender ». Le chiffre obtenu en déduisant le total « tender » du total général est le total « top ».

« Si maintenant on retranche de ce chiffre le montant des « bills » normalement détenus par la Banque d'Angleterre et les autres « Government Departments » avant l'inauguration du Fonds d'égalisation et que l'on suppose être resté constamment semblables depuis, on a une détermination approximative de la quantité de « bills » émis originellement pour le Fonds. »

« En possession de ce chiffre, nous n'avons pas obligatoirement l'actif actuel du Fonds en « Treasury Bills », car celui-ci peut avoir acheté ou vendu de ses billets sur le marché. Si le Fonds a opéré de la sorte, lorsque les « Treasury Bills » ainsi acquis sur le marché seront renouvelables, on verra une variation du montant des « tenders » et l'erreur d'appréciation n'aura duré que trois mois en même temps que, par ailleurs, des changements persistants se révéleront vite ».

« Si d'autre part, le Fonds d'égalisation obtient les disponibilités nécessaires non par vente de « Treasury Bills » sur le marché, mais par non renouvellement, ou réinvestit ses balances en sterling non par achat sur le marché, mais par prise de « top » supplémentaire directement, alors les réactions seront beaucoup plus rapides et le total des bons émis originellement pour le Fonds coïnciderait avec ses avoirs actuels. On admet plus généralement que c'est le premier procédé qui a dû être employé ».

Comme on le voit de nombreuses suppositions sont indispensables.

Les mouvements des « bills », que l'on découvre par cette méthode, sont si grands relativement à ceux qui s'étaient produits dans les chiffres, du « top » avant la création du Fonds, qu'il semble logique de conclure que ces variations sont dûes à l'activité du Fonds d'égalisation.

En affirmant que toute chute dans le total des « top

bills » représente un achat de francs français ou dollars au taux du change de la semaine, et toute hausse une vente de francs français ou dollars, il peut être fait une estimation semaine par semaine de la valeur en francs (20) ou dollars des avoirs courants du Fonds en or et en devises.

Mais la question n'est pas aussi simple, car le Fonds a utilisé souvent pour retrouver des avoirs en sterling, ce qu'on peut appeler le circuit des « Treasury Bills », c'est-à-dire qu'il a vendu une partie de son or à la Banque d'Angleterre pour obtenir des « Treasury Bills », des livres.

A l'aide de ces calculs, M. Paish a construit une courbe de variations des avoirs du Fonds anglais qui correspondent approximativement à ses opérations supposées.

Comme le Fonds anglais, le Fonds français et ses autres similaires, prétendaient garder jalousement le secret; cependant, il a été possible de se rendre compte de l'ampleur des interventions de ces organismes en suivant les fluctuations de certains postes des bilans que publient chaque semaine les Banques Centrales. Dans une intéressante étude, M. Robert Wolff nous apporte des précisions sur ce point; il nous montre en effet que les variations des comptes courants auprès de la Banque de France reflètent assez exactement les variations de l'encaisse dont dispose le Fonds d'égalisation.

Quand, par exemple, le Fonds d'égalisation français doit vendre du métal jaune, il reçoit en contre-partie des francs qui contribuent à grossir les comptes courants figurant au passif de la Banque de France. Ces francs qui étaient placés sur le marché s'en trouvent retirés du fait qu'ils sont placés en compte à la Banque de France. Leur retrait pourra être lié à une diminution des bons du Trésor en circulation que leurs détenteurs laisseront venir à échéance. Pour alimenter sa Trésorerie, l'Etat pourra alors être conduit à demander des avances à la Banque.

Dès lors « si l'on constate simultanément, dans une situation de la Banque de France, au passif, une augmentation anormale des comptes courants et à l'actif, un

(20) Le calcul du montant d'or et des devises que possède le Fonds anglais pouvait être fait aisément avant la dévaluation du franc et après elle très difficilement, à cause des variations du change,

accroissement du poste « Avances à l'Etat » ou du poste « Portefeuille commercial », on en déduira que le Fonds d'égalisation a vendu de l'or.

« Inversement, lorsque le Fonds achète du métal, on enregistrera, au bilan de la Banque Centrale, une diminution des comptes courants créditeurs au passif, ainsi qu'à l'actif un fléchissement parallèle du poste « Avances à l'Etat » ou le plus souvent du poste « Portefeuille commercial (21) ».

Les bilans de la Banque de France rien que jusqu'au 4 décembre illustrent ce qu'on vient de dire.

Au lendemain de la dévaluation, c'est-à-dire dans le bilan du 9 octobre 1936, on constatait un changement important dans l'encaisse qui augmentait exactement de 5 milliards, tandis qu'au passif les comptes de dépôts de fonds particuliers passaient de 6.616 millions à 9.212 millions, soit une augmentation de 2.500 millions à très peu de chose près. Les passifs divers progressaient par rapport à l'avant dernière semaine, de 1.500 millions en chiffres ronds et le compte courant du Trésor augmentait exactement d'un milliard.

Dans le bilan du 23 octobre, nouvelle augmentation de l'encaisse de deux milliards, dont il est beaucoup plus difficile de trouver la contre-partie entre les divers postes de l'actif et du passif, sauf un accroissement de 500 millions au compte courant du Trésor et 500 millions au comptes courants particuliers.

Du 4 décembre au 31 décembre, les éléments généraux de la situation sont les suivants : à l'actif, le poste des avances nouvelles à l'Etat, déjà apparu, est passé de 700 millions au 4 décembre à 5.400 millions au 30 décembre, tandis qu'au passif les comptes courants particuliers ont atteint, à la même date, 13.543 millions prouvant ainsi, d'une part, l'impécuniosité du Trésor, d'autre part, l'importance des ventes d'or par le Fonds d'égalisation pour soutenir le franc sur le marché des changes.

Au bilan du 15 janvier 1937, tous ces postes se sont aggravés.

Il paraît donc difficile de ne pas voir une relation directe

(21) Robert Wolff : *Economie Politique*, mars-avril 1937. Frédéric Jenny ; son article dans le *Temps financier*, du 12 juillet 1937,

entre les variations de ces divers postes de l'actif et du passif de la Banque de France et l'activité du Fonds d'égalisation.

En bref, les variations des comptes courants auprès de la Banque Centrale par rapport au niveau normal de ces comptes reflètent exactement les variations de l'encaisse-or du Fonds d'égalisation. Il y a lieu toutefois de corriger les indications tirées de ces postes, dans la mesure où des emprunts ont été conclus ou remboursés à l'étranger.

Par ailleurs, les variations des avances de la Banque Centrale à l'Etat traduisent, d'une part, les variations des besoins de billets par rapport au chiffre normal de ces besoins; d'autre part, des variations des réserves d'or du Fonds d'égalisation.

Comme on le voit, le secret des opérations, qu'il s'agisse des Fonds dotés en bons du Trésor ou en or, n'est pas absolu, mais il est suffisant pour agir, à un moment donné, contre la spéculation. Il est mieux gardé par les premiers que par les seconds, c'est ce qui a probablement influé sur la décision des autorités françaises, lors du repli du franc en mai 1938, d'apporter des améliorations, à ce point de vue, au mécanisme du Fonds d'égalisation.

Le secret des opérations est considéré d'une part par certains comme indispensable pour les Fonds s'ils veulent avoir le dernier mot dans la détermination des cours; il est d'autre part violemment critiqué par d'autres qui lui contestent toute utilité et le prenant pour le secret de Polichinelle.

Ainsi M. Keynes a vu (22) dans ce secret un encouragement de la spéculation parce qu'il alimente des rumeurs qui deviennent vite des bases pour une spéculation. Aussi dénonce-t-il, une fois de plus, dans une lettre adressée au *Times* au début du mois de juin 1937 (23) le mystère que le Fonds anglais laisse régner autour de ses opérations.

Le parlement anglais a souvent protesté contre ce secret, ce qui explique l'acceptation par le Chancelier de l'Echiquier de donner périodiquement des renseignements sur

(22) J. M. Keynes : *The exchange Fund in the Economist*, 24 avril 1932.

(23) *Times*, 10 juin 1937.

quantités d'or possédées par le Fonds d'égalisation, renseignements qui sont toutefois fournis avec un retard de trois mois (24). Désormais le Fonds publiera le 31 décembre et le 30 juin un relevé officiel indiquant ses avoirs or et ses autres actifs d'après la situation de trois mois auparavant.

En France et ailleurs, où le système se prête encore moins à ce que le secret soit rigoureux, on l'a aussi critiqué comme « incitant aux temporisations toujours graves parce qu'elles conduisent aux pires embarras (25) ».

Evidemment, plus il y a de clarté en ce qui concerne les facteurs qui régissent le marché monétaire mieux cela vaut, mais aussi on doit reconnaître que, dans une situation troublée, le secret peut souvent être salutaire mais une fois le calme revenu il doit disparaître.

BIBLIOGRAPHIE DU CHAPITRE PREMIER

Baudin J. — *La monnaie. Ce que tout le monde en devrait savoir*. 1938.

Catthoriss S. J. — *La crise de la monnaie anglaise*. Thèse, Paris, 1933.

Comstock. — *The British Exchange Equalisation Account*, American Economic Review, 1932.

— Discours de Chamberlain. *Budget speech 1932-1933*, Rev. de Science et Législation comparée, 1932.

Delcourt G. — *Les procédés modernes de contrôle du change et leur application dans les pays anglo-saxons*, 1936.

Hall N. F. — *The Exchange Equalisation Account*. Londres. Mac Millan, 1935.

Jenny F. — *Temps financier*, 12 juillet 1937.

Keynes J. M. — *The Exchange Fund*, Economist, 21 avril 1932.

(24) Au mois de juin 1937, Sir John Simon a décidé de révéler les transactions opérées par le Fonds d'égalisation, mais avec trois mois de retard. Le 31 mars, a-t-il déclaré, ce Fonds détenait 25.674.000 onces d'or fin et le département d'émission 73.942.000 et il a ajouté qu'il était prêt à consentir à ce que la situation du Fonds à cette date soit portée à la connaissance non seulement du Contrôleur auditeur général, mais aussi à titre confidentiel du « Public Account Committee » le 31 janvier suivant.

(25) Jenny : *Temps financier*, 12 juillet 1937.

Labeyrie. — Le discours prononcé au Conseil général de la Banque de France, le 9 octobre 1936.

Legueu F. F. — *La question de l'or de la France.*

Mossé R. — *Faut-il renoncer au Fonds d'égalisation des changes?* Europe Nouvelle, 6 mars 1937.

Paish F. W. — Ses articles sur le Fonds anglais dans l'Economica de 1935 à 1938.

Wolf R. — Ses articles sur les Fonds dans la Revue d'Economie Politique, mars-avril 1937.

CHAPITRE II

LA GESTION DES FONDS D'EGALISATION ET L'EVOLUTION DES CHANGES

SECTION PREMIÈRE

Le Fonds d'égalisation britannique et la Livre Sterling

La livre est devenue erratique depuis sa désolidarisation d'avec l'or, au mois de septembre 1931, et ses fluctuations sont dues aux mouvements inopinés des capitaux, eux-mêmes dûs aux appréciations concernant l'avenir de la livre par la spéculation cambiste. Au lendemain de cette date, en effet, la monnaie anglaise a marqué des tendances à de grandes variations.

Le 25 septembre le marché des changes enregistrait une cote de 3.40 dollars par livre, le pair étant à 4.86656; puis elle remontait à 3.90 pour ensuite baisser au mois d'octobre à 3.80. Au mois de novembre s'amorce une nouvelle baisse qui mène la livre à dollars 3.23 le 8 décembre, et après elle recommence une nouvelle hausse qui aboutit à la fin de mars à la cote 3.80 dollars.

Par rapport au franc, la livre descendit de 124 fr. 21 en septembre 1931 à 85,89 en décembre 1931. Puis elle s'est vigoureusement relevée. De 85,89 en décembre elle passe à 95,18 en avril 1932.

La baisse sensible de la livre sterling, au cours du dernier trimestre de 1931, paraît avoir été causée principalement par le retrait d'avoirs appartenant à des institutions bancaires, y compris les autorités monétaires centrales de

divers pays (1). Le montant total des réserves centrales d'avoirs étrangers de trente-neuf pays tomba de 2.600 millions de dollars de l'ancienne teneur-or fin 1930 à 1.400 millions fin de 1931. On est fondé à supposer que cette diminution provenait en grande partie de la réalisation d'avoirs en livres sterling effectuée pendant le dernier trimestre de 1931, qui vit la livre se déprécier de 30 % par rapport à l'or. Après, au commencement de l'année 1932, c'étaient de nombreux facteurs favorables qui jouent et la livre remontait sous leur influence.

Devant ces oscillations de la livre, extrêmement nuisibles au commerce britannique, les autorités anglaises décidèrent d'établir tout d'abord, un contrôle des changes, sous la responsabilité de la Trésorerie, qui avait pour but d'assurer que le règlement normal des importations ne bouleverse pas les changes. L'acquisition des devises ou les transferts de fonds ayant pour objet l'achat direct ou indirect de devises étaient interdits, sauf dans la mesure où ils avaient pour but de financer : les relations commerciales normales, les contrats existants avant le 21 septembre et les frais de voyage raisonnables ou autres dépenses personnelles.

On voit d'après l'énumération que seules les opérations à tendance spéculative étaient visées; et malgré cela il semble que l'ordonnance qui a établi ce contrôle n'était pas appliquée. Elle fut d'ailleurs abolie vers le 2 mars 1932.

En fait, et à partir de la fin d'octobre, c'est la Banque d'Angleterre qui s'était chargée de remédier aux oscillations prononcées et puis plus tard à la hausse de la livre. Dans ce but elle utilise la disposition de l'Act. de 1928 qui prescrit que la couverture de l'émission fiduciaire est constituée par des titres d'Etat, par d'autres valeurs et par l'argent monnayé pour une petite proportion. Sous la rubrique « autres valeurs », la Banque peut comprendre des titres, soit britanniques, soit étrangers, ainsi que du papier escompté.

Cette disposition permit à la Banque de vendre sur le marché des titres du gouvernement, c'est-à-dire des livres

(1) Société des Nations : *Monnaies et Banque* 1936/37. Vol. I

pour acquérir des devises étrangères qu'elle utilisait ensuite pour défendre la livre quand elle baissait. Par ces opérations elle combattait surtout, efficacement la hausse de la livre, tandis qu'elle n'était pas en mesure de faire face à une baisse persistante.

Pendant la hausse de la livre, qui commença au début de 1932, la Banque d'Angleterre acquit un important stock de devises étrangères. Le poste « autres valeurs » s'enfla progressivement pour atteindre en juin 1932 le chiffre de 68 millions de livres dont elle convertit une partie en or auprès de la Banque de France.

Toute cette activité semblait bien obtenir le résultat cherché, mais le procédé courait le risque de créer une dépression sur les titres du gouvernement; c'est pour cela qu'on a d'ailleurs créé le 13 avril 1932 un fonds d'égalisation qui a pratiquement commencé à fonctionner à la fin du mois de juin.

Pour étudier son activité nous diviserons, à partir de sa création, l'histoire du change britannique en trois périodes dont chacune sera traitée dans un paragraphe :

I^{re} année 1932 avec la conversion War Loan.

II^e. La crise américaine et la stabilisation du dollar jusqu'à la fin 1934.

III^e. De la fin 1934 à juin-juillet 1938 comprenant les diverses dévaluations et l'Accord Tripartite.

§ I. — *L'Année 1932 et la Conversion War Loan*

L'année 1932 était complètement dominée par cette conversion d'une ampleur sans précédent dans l'histoire économique de l'Angleterre. L'abandon de l'étalon-or à l'ancienne parité trop élevée, tout à fait accidentel, était pour elle une belle occasion d'opérer un redressement de ses finances et de l'économie nationale. Le gouvernement anglais estimait avec raison, que, sans cette conversion, dont le montant colossal était de 2.085 millions de livres, aucun équilibre budgétaire n'était possible, ni viable. L'économie nationale non plus ne pouvait pas se relever tant que les charges élevées de ses emprunts dans le passé subsistaient; et

leur diminution n'était concevable que si l'intérêt à long terme, lui-même lié à l'intérêt des obligations d'Etat baissait. En un mot tout paraissait être lié. Il fallait commencer par cette conversion qui devait alléger les charges de la dette publique dans une grande mesure et consacrer l'équilibre budgétaire, d'une façon durable, qui amènerait à son tour la confiance du public.

Cette œuvre ne pouvait pas être accomplie que dans une atmosphère de confiance que le gouvernement a commencé à créer en prenant certaines mesures financières en vue de l'équilibre budgétaire. Puis le niveau bas du taux de l'argent à court terme et des indices que ce taux persisterait assez longtemps, étaient jugés nécessaires pour la réussite des opérations de conversion. Pour abaisser le taux de l'argent à court terme, une politique appropriée était entreprise par la Banque d'Angleterre, et nous verrons dans un autre chapitre, le rôle joué à ce point de vue par le Fonds d'égalisation. Mais l'atmosphère de confiance que le gouvernement a su créer par ses premiers actes pouvait disparaître sous l'effet de craintes monétaires. L'abandon de l'étalon-or n'avait eu, jusqu'alors, que peu d'influence sur les nationaux, mais l'instabilité de la livre et le risque d'une dépréciation plus forte étaient contraires à toute politique de monnaie abondante et bon marché. Une baisse plus accentuée de la devise anglaise aurait en effet entraîné des réactions dangereuses de la part du public et de toute façon, elle s'opposait à l'afflux des capitaux étrangers. La nécessité d'une stabilité monétaire était donc indispensable et c'est le fonds d'égalisation qui s'en chargea de l'assurer à partir de la fin du mois de juin.

La conversion devait être faite le premier décembre mais il est utile d'examiner la période qui précédait son annonce pour avoir une vue d'ensemble de tous les facteurs favorables et défavorables.

On a déjà dit plus haut que au début de l'année 1932, une hausse de la livre commençait à se dessiner qui se renforça au mois de mars et avril; de dollars 3,25 en décembre 1931, la livre passait à 3,83 en avril. Cette hausse était due à des causes favorables à sa reprise. Tout d'abord les autorités anglaises effectuèrent à deux reprises, le 31 octobre 1931 et le 1^{er} février 1932, le remboursement des cré-

dits (2) accordés par la France et les Etats-Unis à l'Angleterre au moment de la crise du sterling, ce qui avait pour conséquence de redonner de la confiance à la livre. Ensuite, la livre s'étant dépréciée, au mois de décembre de 30 %, les débiteurs étrangers de l'Angleterre se hâtèrent d'en profiter pour rembourser leurs dettes dans ce pays, car ils n'étaient pas sûrs que cette baisse serait durable. Les détenteurs d'or aux Indes, les propriétaires de mines en Afrique du Sud et au Transvaal, qui peuvent vendre le métal sur le marché de Londres à des prix nominalement plus élevés, sont incités à augmenter leurs envois. Tout ça encourageait la spéculation qui se met à jouer à la hausse de la devise anglaise.

Une étude des prix-or anglais (3) et américains et des taux d'escompte des effets bancaires à trois mois à Londres et à New-York est assez intéressante.

La Banque d'Angleterre publiait dans son Statistical Summary de novembre 1933 un tableau donnant : les mouvements des indices des prix des matières premières aux Etats-Unis et en Angleterre. Voilà ce qu'ils suggèrent.

Si aucun changement dans les balances étrangères détenues à Londres ne s'était produit après l'abandon de l'étalon-or et si la Banque et le Trésor n'avaient été obligés d'acheter des dollars et des francs pour rembourser les crédits obtenus pendant l'été 1931, il devait y avoir une symétrie presque complète entre les mouvements des nombres indices américains et ceux des indices anglais. Les prix de ces deux pays varient dans le même sens mais il y a un écart. Cet écart entre les prix-or anglais et les prix-or américains des matières premières évolue parallèlement aux mouvements de l'intérêt que l'on peut gagner en ayant des avoirs à Londres avec le risque de change couvert par un achat de dollars à trois mois.

Au mois de novembre 1931 les bénéfices que l'on pouvait gagner sur les avoirs sterling à Londres étaient minimes : car un déport compensait presque le taux pourtant assez élevé des effets bancaires à trois mois. En février 1932 ils augmentèrent, mais fin mars, alors que la livre montait, le taux d'escompte à Londres baissa un peu au-dessous du

(2) Ces crédits s'élevaient à 130 millions de livres sterling.

(3) Les prix-or anglais calculés d'après le cours du franc.

taux d'acceptation à 30 jours à New-York, mais les gains réalisables par les propriétaires de traites sur Londres demeurèrent assez élevés grâce au déport sur le dollar. En avril et en mai, les taux d'acceptation à Londres et à New-York tombèrent, en même temps qu'ils tendirent à s'égaliser; cependant les gains réalisables à Londres demeurèrent grâce à l'escompte sur les dollars à terme.

Une comparaison des mouvements de l'écart entre les prix-or américains et les prix-or anglais des matières premières d'une part et des mouvements des gains réalisables sur les traites en livres, à trois mois avec le risque de change couvert montre combien la situation était délicate. L'écart était maximum quand les gains possibles étaient minimes, et, lorsque l'écart se rétrécissait jusqu'à presque disparaître complètement, les changements dans la proportion entre les taux au comptant et à terme sur le change-livre-dollar faisait augmenter les gains réalisables sur les livres.

Le fait que la tendance du taux des livres à terme était de rester bas à côté d'un déport assez élevé sur le dollar signifiait que ce taux était spéculatif et que des grandes balances étaient détenues en livres qui n'était pas couvertes à terme; car en l'absence d'une spéculation sur la livre, l'écart entre le cours du change du comptant et à terme devrait annuler la différence entre des taux de l'argent pratiques, à un moment donné, à Londres et à New-York.

La situation était donc assez grave à la veille de la création du Fonds d'égalisation des changes; et comme les opérations à terme arrivaient près de l'échéance, une chute de la livre au comptant était inévitable. Au mois de mai, en effet, la livre à fléchi au comptant, par rapport au dollar, jusqu'à 3,65. Cette chute, d'ailleurs peu importante, causée par la couverture des contrats à terme non couverts pouvait, si on la laissait se développer, provoquer un second retrait des balances de Londres et qui à son tour aurait entraîné une hausse du taux de l'escompte.

Ainsi dit M. Hall (4), « à moins que la situation du change pût être contrôlée, les prévisions relatives au succès d'une opération de conversion n'étaient pas brillantes ». La

(4) N. F. Hall : *The Exchange Equalisation Account*, Londres, Mac Millan, 1935, p. 39.

valeur extérieure de la livre était nettement très influencée par les mouvements des avoirs étrangers et ceux-ci à leur tour, en partie seulement, par les taux de l'argent à court terme à Londres.

Le Fonds a commencé ses opérations au mois de juin et une prudence lui était nécessaire dans les opérations qu'il devait effectuer. La possibilité d'empêcher une hausse de la livre au comptant, c'était pour lui faciliter sa tâche pendant les derniers mois de la conversion.

Les titres de War Loan 5 % devaient être convertis le 1^{er} décembre 1932 et la quantité non convertie serait payée à cette date. Ils devenaient donc à partir du 1^{er} septembre, à moins de mesure spéciale prise, des traites en livres à trois mois au taux de 5 %. Les capitaux étrangers eurent, de ce fait, un placement très avantageux sans courir un grand risque, car ils pouvaient s'assurer contre lui par un achat de dollars à trois mois. En l'absence d'autres influences, cela aurait provoqué une forte hausse du change au début de l'automne 1932, suivie d'une aussi rapide baisse à la fin de l'année.

La tâche du Fonds d'Egalisation s'annonçait très difficile si les autorités ne prenaient une mesure pour l'aider, une prime fut accordée à ceux qui indiquèrent leur intention de convertir avant la fin de juillet 1932. Cette prime eut pour effet de donner aux porteurs un profit identique à celui qu'ils retireraient en vendant leurs titres aussitôt qu'ils deviendraient des titres à trois mois. L'avantage de détenir des titres comme des traites à trois mois disparut. La prime doit par suite avoir été un élément important de succès de la conversion. Elle réduisit dans une grande mesure la quantité des titres pouvant prendre la forme d'une traite et ainsi servir aux opérations de change. Elle fut une puissante alliée du Fonds d'égalisation dans la tâche dont il était chargé : de réduire à un minimum les troubles des changes. Ainsi sur £ 2.085 millions, valeur approximative qu'atteignirent au 30 juin les titres du War Loan en circulation, la conversion s'appliqua à un montant de L. 165 millions, soit 8 % ont dû être remboursés, ce qui n'est pas négligeable.

La situation du marché de Londres était assez délicate, sa position était emprunteuse, mais, en même temps, une spéculation opérait à la hausse de la livre. L'opération de conver-

sion se présentait pour les étrangers comme un arbitrage de placement et comme telle, si le temps était moins troublé et avec un système monétaire, comme étalon-or par exemple, ne permettant pas une spéculation importante, elle aurait déterminé la création d'un déport sur la livre qui aurait corrigé automatiquement les mouvements des capitaux puisqu'il ferait diminuer le rendement des investissements opérés en War Loan remboursable. Mais étant donné que la situation était à cette époque éminemment spéculative, il ne fallait pas compter sur une création éventuelle d'un déport qui aurait mieux arrangé les choses que le Fonds d'égalisation. Ce fait explique bien pourquoi les autorités anglaises allouèrent une prime aux porteurs de War Loan déclarant au 1^{er} juillet qu'ils voulaient convertir.

En suivant les mouvements au comptant de la livre de mai à novembre on peut se rendre bien compte de ce que fut la tactique du Fonds anglais; il ramenait la livre vers des cours toujours plus bas jusqu'à ce qu'il a atteint le niveau optimum au mois de septembre qui marquait la ligne de résistance à la baisse.

En mai et juin elle est à dollar 3,65, en juillet elle baisse lentement vers le cours 3,50 et enfin au mois d'août elle tombe à dollars 3,48 et se maintient à ce niveau jusqu'à la fin d'octobre. Par rapport au franc, la livre de 93,27 au mois de juin passe à 87,70 au milieu d'octobre.

Les cours correspondent à une valeur-or de la livre à 75 %, de son ancienne parité-or au mois de mai et juin; 73 % en juillet et fut maintenue à 71 % en août et septembre.

Pendant la période comprenant juin, juillet et août, la livre a fléchi, un peu au comptant ce qui prouve qu'il y eut un surplus de ventes de livres et non des achats et un examen du mouvement du taux des Treasury Bills, qui tomba au-dessous de 1 % en juin et atteignit le chiffre de 0,55 % en septembre, suggère qu'il n'y avait pas encore de liquidations des balances étrangères sur le marché à Londres. Le haut es-compte du mois de juin provoqué par l'incertitude au sujet de la politique du Fonds d'égalisation ainsi que des craintes de stabilisation de la livre à un cours plus élevé par rapport au dollar, a disparu et il se réduit de plus en plus tendant à ramener les gains réalisables sur les avoirs détenus à Londres en accord avec le taux de l'intérêt à New-York. En bref,

pendant ces trois mois, il n'y a pas eu de liquidation, mais une augmentation des avoirs étrangers à Londres, dont le montant détermine la quantité d'or et de devises étrangères acquis par le Fonds anglais. Il a volontairement fait baisser un peu la livre, et il pouvait le faire baisser dans une plus grande mesure encore, en vendant sur le marché une partie de ses avoirs en Treasury Bills pour un montant un peu supérieur aux balances étrangères qui se constituaient, mais cela aurait présenté un certain danger pour elle.

Le Fonds d'égalisation transforma en or les devises étrangères acquises, en ce moment et il en vendit une partie à la Banque d'Angleterre qui en avait justement besoin pour fournir une base solide à sa politique de crédit.

Ensuite la livre sterling glissa encore un peu en septembre et se maintint à peu près stable jusqu'à mi-octobre; elle était à dollars 3,38 et à 89 et 88 francs. Les cours correspondent aux cours des mois de janvier et février 1932 et leur stabilité suggère que le Fonds d'égalisation semble s'être proposé de maintenir fermement la valeur de la livre à 71 % de sa parité-or en la protégeant contre toute hausse et toute baisse. L'essai qu'il a fait pour garder ce niveau fut infructueux et la livre tomba brutalement au milieu d'octobre et fin novembre. Les cours étaient aussi bas qu'en novembre, décembre 1931, c'est-à-dire 3,27 par rapport au dollar et 82,60 par rapport au franc, fin décembre 1932. En ce moment, il était notoire que les balances étrangères étaient réalisées; le taux des Treasury Bills s'éleva brusquement de 0,55 % qu'il était en septembre à 0,833 % sans qu'un changement se produisit dans la composition des avoirs des établissements de crédits britanniques. Des réalisations extérieures plutôt qu'intérieures semblent avoir agi sur le taux, lorsqu'il monta; par suite s'il paraît logique de conclure de là que lorsqu'il descendit, pendant l'été, la cause en était à la demande étrangère.

Le Fonds anglais était débordé; sa réserve-or semble être épuisée (5). Cela concorde nettement avec la déclaration de M. le Professeur M. O. W. Sprague qui affirmait

(5) La méthode de calcul de Paish exposée dans l'*Economica* 1935, février, Londres.

qu'à l'époque où la livre tomba, le Fonds n'avait plus de francs ou de dollars ou d'or à vendre (6).

Aussitôt que le Fonds fut obligé, par suite de l'épuisement de ses avoirs étrangers, de laisser tomber la livre, le mouvement fut net et rapide. Il fut aggravé, car le Fonds a essayé de s'approvisionner en or et devises en vue d'un paiement au titre de dettes de guerre, aux Etats-Unis et dont une partie était prise sur la réserve de la Banque d'Angleterre.

Le déport sur le dollar, qui avait une tendance, depuis le mois de juin, à se réduire, disparut complètement et il fut remplacé par une petite prime de courte durée.

La baisse de la livre a été âprement critiquée; on faisait grief à la politique du Fonds d'avoir voulu utiliser sa puissance financière pour manipuler les monnaies des autres pays. Mais il ne paraît pas que ces reproches soient fondés car il n'était pas dans le pouvoir du Fonds anglais d'empêcher la chute de la livre dont les causes furent nombreuses. Tout d'abord cette tendance à la baisse avait en partie une cause saisonnière et était également due, en partie à des appréhensions au sujet des cours futurs de la livre, provoqués par la tournure peu satisfaisante des négociations avec les Etats-Unis au sujet des dettes de guerre.

Ensuite les exigences extérieures à court terme à Londres étaient considérables; on les estima à près de 180 millions de livres. Le Fonds d'égalisation ne possédait pas autant d'or ou de devises étrangères à ce moment-là, car il avait auparavant employé une partie de ses avoirs en devises pour rembourser les crédits franco-américains accordés à la Banque d'Angleterre lors de la crise de 1931, puis une autre part, celle-ci en or, était transférée à la Banque d'Angleterre et elle ne pouvait plus être utilisée par lui que par un renversement de la politique intérieure de crédit, ce qui était à ce moment-là impossible.

Cette coïncidence malheureuse de divers facteurs fut néfaste à la livre dont la chute a agi sur les prix-or mondiaux qui baissèrent dans l'ensemble et sur le commerce international, augmentant ainsi la dépression générale.

(6) M. O. W. Sprague : *The Economist*, 3 mars 1934, *The Exchange Equalisation Account*.

§ 2. — *La livre depuis la crise du dollar jusqu'à la fin de 1934.*

Cette période un peu longue est riche en événements monétaires. Pendant sa durée, la livre a connu des vicissitudes diverses, de bons moments et des moments critiques, mais, à la fin, à partir de 1935, elle est remarquablement stable à environ 60 % du pair. Dans l'ensemble donc, sa valeur-or va fléchir même par rapport à celle du mois de décembre 1932 quand elle a connu la seconde crise.

Le Fonds anglais, partageant son sort, a vaillamment combattu pour elle, sans toutefois persister dans la même tactique, jusqu'à ce qu'il ne lui ait trouvé un niveau de résistance.

C'est l'année 1933 qui ouvre cette période, l'année très mouvementée et pendant laquelle le point culminant de la crise monétaire mondiale sera atteint, qui verra se dérouler une bataille de change sans précédent et une conférence économique-monétaire internationale qui ne résoudra d'ailleurs rien, et ainsi elle va se terminer en plein chaos.

Après avoir atteint au mois de décembre 1932 le niveau le plus bas, la livre commençait à se relever. Deux événements contribuèrent à cela : le paiement (7) effectué le 15 décembre par l'Angleterre aux Etats-Unis, au titre des dettes de guerre, et la crise bancaire américaine.

Ce dernier événement surtout avait inspiré de sérieuses craintes au sujet de la valeur future du dollar, qui furent aggravées par la suspension le 13 avril, de l'étalon-or aux Etats-Unis. Il s'ensuivit une fuite des capitaux américains devant le dollar et vers la livre, qui sans être considérée comme une monnaie refuge, pouvait les garantir contre des pertes sensibles et leur procurer par sa hausse certains gains. En dépit d'importants achats d'or effectués par la Banque d'Angleterre et qui semblent indiquer que le Fonds procéda à des ventes massives de livres, la valeur de la livre, par rapport au franc, remonta de 66,7 % du pair en décembre 1932 à 71 % au début de mars et se maintint en moyenne à plus de 70 % du pair en mars et avril; c'est-à-

(7) L'Angleterre verse 95 millions de dollars qui provenaient pour 25 millions du Fonds d'éaglisisation et le reste de la Banque d'Angleterre.

dire de 82 francs elle passa à 88 francs au mois de mars, tandis qu'elle cote à cette dernière date 3,43 dollars.

Les événements du début du printemps 1932 se répétaient avec cette différence notable que le Fonds d'égalisation gérât maintenant et attribuait aux dirigeants britanniques un rôle moins passif dans le contrôle des cours de la livre. Comme il était épuisé en décembre 1932, il était naturel de s'être donné comme principal objectif, profitant de l'occasion qui s'offrait à lui, l'acquisition d'une réserve adéquate d'or et de devises indispensable si l'Angleterre voulait retrouver une position monétaire internationale et saine.

Un marché monétaire faible à Londres et la chute du cours de la livre avait deux fois imposé la déflation aux autres pays. Un sterling solide était tout à fait essentiel pour une restauration permanente non seulement des prix anglais, mais aussi bien des prix mondiaux, car tous avaient montré une tendance à varier dans le même sens. Il était donc du devoir des autorités monétaires britanniques de s'efforcer de constituer une réserve suffisante en contre-partie des exigibilités extérieures qui se trouvaient à Londres. Elles devraient de cette façon éloigner l'incertitude des perspectives de la livre et donner quelques bons pronostics du succès de la conférence économique mondiale qui devait se tenir fin juin 1933 à Londres. Elles avaient réalisé, dans cet ordre d'idée, pendant les premiers cinq mois de l'année 1933 des beaux résultats. Suivant une estimation privée (8) les achats d'or et de devises étrangères effectuées par le Fonds d'égalisation, y compris l'or vendu à la Banque d'Angleterre s'élevaient à peu de chose près de 12 milliards de francs. L'encaisse-or de la Banque d'Angleterre passait de £ 120,7 millions en janvier à £ 181,2 en avril. Pendant le même temps le poste de la Banque, « Others securities » du département de l'émission s'éleva de £ 5 millions à £ 12,5 millions.

Avec ce stock d'or la stabilisation définitive du sterling pouvait être réalisé dès ce moment sans difficultés.

Une première tentative de stabilisation provisoire du dollar et du sterling échouait au mois d'avril devant l'in-

(8) F. N. Paish : *Economica*, février 1935.

transigeance de l'Angleterre qui voulut garder tous les avantages de la dépréciation de la livre (9).

Le 13 avril, devant la menace de voir s'aggraver la crise économique intérieure, les Etats-Unis abandonnèrent l'étalon-or et leur politique monétaire ultérieure était de provoquer un relèvement du niveau des prix intérieurs, pour venir en aide aux fermiers débiteurs une période de dépréciation du dollar commença ayant pour but de ramener le dollar à son pouvoir d'achat ancien d'avant la crise (10), ainsi que de rétablir l'ancienne parité entre la livre et le dollar ($\pounds 1 = 4,86$).

L'Angleterre, qui n'entendait pas ainsi, a tenté, profitant de la force technique du dollar, balance des comptes en excédent de contrecarrer la baisse du dollar en vue de se réserver une position avantageuse dans les négociations ultérieures et un duel entre la livre et le dollar s'engagea jusqu'à la conférence mondiale économique et monétaire qui devait se tenir à Londres en juin 1933. Cette tentative de l'Angleterre ne réussit pas et malgré le fléchissement de la livre par rapport aux monnaies-or, elle n'a pas pu garder la parité de $\pounds 1 = 3,50$ car le dollar se dépréciait plus rapidement qu'elle. A la veille de la Conférence de Londres la livre cotait déjà 4 dollars et après une pointe en novembre elle dépassait légèrement 5 dollars à la fin de décembre 1933; même la parité ancienne entre la livre et le dollar était dépassée.

La Conférence de Londres de 1933 du 12 juin au 27 juillet tant attendue et à laquelle étaient représentées 66 nations, convoquées dans le but de trouver un remède à la crise économique et monétaire, n'aboutit à rien faute de bonne volonté des grands états : Etats-Unis, Angleterre et la France.

Même pendant la durée de la Conférence la bataille des changes continuait, puisque la livre n'a pas pu suivre di-

(9) M. Cordell Hull, secrétaire d'Etat, proposait le 13 avril 1933 à l'ambassadeur d'Angleterre de stabiliser provisoirement sur la base de $1 \text{ L} = 4,20$ dollars, tandis qu'il ce dernier répondit que l'Angleterre entendait stabiliser sur la base de $1 \text{ L} = 3,50$ dollars, cours atteint à cette époque. Fransi Delaisi : *Bataille de l'or*, 1933, p. 70.

(10) Le pouvoir d'achat du dollar était en 1933 de 7.65 kgr. au lieu de 4.830 en 1929.

rectement le dollar, le Fonds anglais essaya indirectement, en faisant glisser le franc par rapport à l'or, de le suivre.

Il lui était facile en jouant de la prime sur l'or d'accomplir cette opération, quand on pense surtout qu'à cette époque le marché de l'or était particulièrement tendu. Les chutes successives de la livre et du dollar et la violente bataille entre eux avaient eu pour effet naturel de développer une méfiance quasi universelle à l'égard de toutes les devises. Il en était résulté une thésaurisation de l'or. « Le 21 juin, le Fonds anglais offrit de prendre l'or offert par les mines à 537 francs l'once, au lieu de 536 francs. La Banque de France s'abstint d'intervenir... Le 22 juin le bruit court à New-York que la France abandonnait l'étalon-or et le franc baisse brusquement. Le lendemain matin Londres naturellement accentua le mouvement. Par bonheur, à Paris, la plupart des spéculateurs ne soupçonnaient pas l'importance qu'une prime d'ailleurs très faible de l'once sur le franc pouvait avoir...; et la Banque de France n'eut pas de peine à ramener la livre et le dollar à leur niveau de la veille. »

« Cette attaque de front contre le franc ayant échoué on tenta une attaque de flanc » contre le florin qui pouvait entraîner le franc dans sa chute (11). Cette fois-ci la prime de l'once d'or de 8 pence sur le franc était jugée menaçante pour que les pays qui conservèrent l'étalon-or, ne prennent pas une position de défense commune.

Le 27 juin, les représentants des six banques des pays : la France, l'Italie, la Pologne, la Suisse, la Belgique et la Hollande, décidèrent de maintenir entre eux, quoi qu'il put arriver, leurs changes réciproques à la parité pratiquée et ils résistèrent en formant le bloc-or. Toute cette bataille des changes était menée par l'Angleterre en vue de conserver la prime d'importation des matières premières, à la fois sur les Etats-Unis et la France, en maintenant la livre un peu au-dessus de sa parité des pouvoirs d'achat.

Donc, à partir de l'abandon de l'étalon-or par les Etats-Unis la valeur de la livre exprimée en or, paraît avoir été déterminée principalement par la tendance du Fonds d'égalisation anglais à laisser la livre suivre le dollar et à lais-

(11) Francis Delaisi : *Bataille de l'or*, 1933, p. 88 et 92.

ser les monnaies-or hausser par rapport à la livre. Il put agir ainsi parce que ses ressources financières se trouvaient accrues par le droit qu'on lui avait donné d'émettre encore 200 millions de bons du Trésor, à part les ventes d'or importantes qu'il effectua à ce moment-là au profit de la Banque d'Angleterre.

Par conséquent, la baisse de la livre par rapport au franc, durant la dépréciation du dollar, fut progressive et continue, à l'exception d'un redressement momentané des cours pendant le dernier trimestre de 1933 : le cours de la livre de 87,9 francs fin avril tomba à 78,77 au commencement d'octobre, puis remonta à 87,45 en décembre ainsi la livre a décrit une ondulation. Sauf durant la période comprise entre la mi-juillet et le mois de septembre, cette baisse persistante ne peut pas avoir eu pour cause une pression sur la livre sterling résultant de la réalisation d'avoirs en livres pour compte étranger car il y eut un afflux notable de capitaux à Londres pendant l'ensemble de la période en question. Le total d'achats d'or et de devises étrangères effectués par le Fonds anglais en 1933 s'éleva approximativement à 16.000 millions de francs, soit 200 millions de livres au cours des changes alors pratiquées (12). On peut donc affirmer que la baisse de la livre par rapport au franc, se chiffrant à 9 francs, soit plus de 11 %, provint du moins en partie de ce que les ventes de sterling furent plus importantes qu'il n'aurait été nécessaire pour empêcher la demande de sterling de faire monter le cours de cette monnaie par rapport au franc (13).

Telle est l'histoire des changes pendant l'année 1933. Elle est dominée par la crise bancaire, suivie de la rupture entre le dollar et l'or, qui détermine une fuite des capitaux américains, et c'est pourquoi il est possible de critiquer les opérations du Fonds d'égénéralisation anglais effectuées pendant ce temps. Aussi longtemps que les Etats-Unis étaient sous le régime de l'étalon-or, la situation du dollar était liée avec celle des autres monnaies d'or et réagissait sur elles. Londres ne pouvait par ailleurs, rien contre la crise

(12) F. H. Paish, art. cité plus haut.

(13) Ces ventes de sterling s'expliquent en partie par l'emprunt à court terme contracté par le Trésor français à Londres, fin d'avril 1933.

américaine. Dans ces conditions les autorités anglaises auraient dû prêter plus d'attention à la situation des autres pays à étalon-or. En effet le soutien donné au dollar par des ventes de livres fit rester la livre aux abords de 70 % de son ancienne parité non seulement par rapport au dollar, mais aussi aux autres monnaies d'or. Si cela fut fait pour accroître aussi vite que possible la réserve liquide de Londres en cas de troubles aux Etats-Unis, cette politique fut certainement erronée. Vu le caractère des opérations qui permirent à la Banque d'Angleterre d'acheter de l'or, il est fort probable qu'elle aurait pu en acheter presque autant sur la base du 75 % de sa parité que sur celle de 70 % ; et à un cours du change plus élevé le soutien donné au dollar aurait été plus efficace en même temps que la dépression des prix dollars aurait été amoindrie, ainsi que les prix des autres pays à étalon-or, qui subissaient l'influence déflationniste de la valeur trop faible de la livre. Le cours auquel l'or fut acheté était sous le contrôle du Fonds d'égalisation. Il pouvait certainement laisser remonter la livre à un niveau plus élevé sans réduire soit la demande des livres, soit leur faculté d'achat d'or.

La décision des dirigeants anglais de maintenir basse la valeur extérieure de la livre au début de 1933 n'a pas contribué malgré les indices favorables à une atténuation de la crise économique mondiale, par la reprise des prix-or.

Les indices des prix des matières premières de la Banque d'Angleterre qui comprend trois groupes : alimentation, métaux et matières industrielles, montrèrent une tendance évidemment à des dates différentes, à monter en même temps que la valeur extérieure de la livre monta : tandis que leurs mouvements dans l'année précédente tendaient à s'orienter dans une direction opposée à celle des changes et à suivre plutôt qu'à précéder les prix américains.

« Le cours du change en hausse accompagnant une hausse et non une baisse des matières premières était un phénomène inconnu depuis l'abandon de l'étalon-or (14).

En laissant le cours du change monter un peu plus haut l'Angleterre aurait aidé considérablement les pays à mon-

(14) Hall, cité plus haut, p. 62.

naies d'or et aurait amenuisé un peu les difficultés américaines.

La politique d'attaque contre les monnaies du bloc-or est aussi très critiquable car elle a provoqué en créant une méfiance générale une intense thésaurisation de l'or et surtout dans les derniers mois de 1933.

A la suite de la stabilisation provisoire du dollar, le 31 janvier 1934 à 40,34 % au-dessous du pair, la valeur de la livre par rapport à l'or accuse une baisse presque continue en 1934 sauf d'une hausse passagère en novembre. Le cours de la livre s'établissait au début de l'année, à 85 francs, tomba à la fin de celle-ci à 75 francs. Pendant les mois janvier et février le Fonds anglais ne semble pas freiner la baisse; mais lorsque vers le mois d'avril la livre tend à s'affaiblir davantage, de tomber au-dessous de 77 francs, le Fonds d'égalisation essaye de freiner mais il n'arrive pas à empêcher la livre de glisser jusqu'à 75 francs à la fin 1934.

Cette baisse continue, paraît-il, ne provenait pas de la balance des comptes dont on estime que les différents postes s'équilibrent; mais elle était due au rapatriement sur New-York d'avoirs américains qui avaient cherché un refuge à Londres en 1933 (15) à la liquidation d'opérations de change à terme dans le premier semestre de l'année. Le déport sur le dollar qui était très élevé pendant toute l'année 1933 était en train de disparaître au cours de 1934. La faiblesse de la livre était encore due à un nouvel exode de capitaux qui se produisit d'août à octobre, par suite de la crainte que la livre ne suivit le dollar si cette monnaie subissait une nouvelle dévaluation, ainsi qu'aux achats d'or effectués en vue de la thésaurisation par des étrangers possédant des avoirs en sterling. Les importations nettes d'or se sont chiffrées pour l'année à 133 millions de livres, mais ces importations représentent probablement en grande partie des achats pour le compte étranger car l'encaisse-or de la Banque d'Angleterre n'augmente que de 1,5 millions de

(15) *Monnaies et Banques*, S. D. N., vol. I, 1937/38. Les retraits de capitaux américains de marché de Londres effectués au cours de la période de deux ans et neuf mois se terminant le 30 septembre 1936 sont évalués à 180 millions de dollars.

livres au pair pendant l'année et puis le Fonds d'égalisation avait vendu de l'or pour le soutien de la livre.

Si les déductions faites sur les variations des chiffres des Treasury Bills sont exactes, il paraît que les réserves libres de devises du Fonds anglais étaient sérieusement amenuisées (16) et que celui-ci n'était pas en état d'agir puissamment pour soutenir la livre sans entamer la réserve d'or qu'il avait vendue à la Banque d'Angleterre. Seulement à cela il y a un inconvénient : les additions faites successivement à cette encaisse depuis 1932 se sont trouvées garantir l'augmentation de la circulation fiduciaire et des retraits quelque peu importants porteraient la réserve de billets du département de Banque à un niveau excessivement bas.

Dans l'ensemble pendant cette période de deux années, la valeur-or de la livre a diminué de 10 %.

§ 3. — *La livre de la fin 1934 à juillet 1938*

Cette période se caractérise par une remarquable stabilité de la livre par rapport à l'or, exception faite d'un court fléchissement en mars 1935 et d'un autre à la fin 1936 et commencement 1937; ce dernier est, en partie, du à la faiblesse saisonnière normale de la livre, et, en partie, au mouvement intense des capitaux aux Etats-Unis où une hausse des cours des valeurs se produisit. La valeur-or de la livre se maintint pendant cette période à 60 % du pair.

L'année s'ouvre avec une livre de 74,5 francs. Durant le mois de janvier et la première moitié de février le Fonds semble s'être pourvu d'or et cela grâce à la crise du belga. La seconde quinzaine de février la situation se renverse et vers le 7 mars la livre tombe à 71 francs, soit en or 58,1 % du pair. Cette baisse doit être principalement attribuée à la réalisation d'avoirs américains se trouvant à Londres et aux mouvements provenant d'autres pays passant par le Royaume-Uni à destination des Etats-Unis. Le montant total des avoirs américains à court terme dans le Royaume-

(16) F. N. Paish : *Economica*, février 1936, suivant ses calculs les avoirs étrangers libres du Fonds anglais se chiffraient à 2,5 milliards de francs ou 35 millions de livres.

Uni accusa une baisse continue et tomba de 302 millions dollars, le 2 janvier 1935, à 147 millions, le 24 avril de la même année (17). En même temps, il y eut une augmentation des avoirs à court terme du Royaume-Uni aux Etats-Unis ainsi que du total des achats de valeurs, pour le compte du Royaume-Uni qui respectivement s'élèvent à 32 et à 65 millions de dollars.

Pour entraver cette chute, le Fonds semble avoir vendu 3 milliards de francs (18). Le fléchissement de la livre était de courte durée et elle remonta rapidement à son niveau antérieur.

A partir de ce moment la livre est ferme au comptant et à terme par rapport aux monnaies-or, exception faite du belga, contre lesquelles la spéculation a pris une position à la baisse jugeant que leur dévaluation est inévitable. Tour à tour il y a eu crise du florin au mois d'avril et du franc en mai-juin 1935. Le Fonds était obligé de vendre du sterling pour freiner la tendance à la hausse de la livre et à la fin de l'année 1935 il a non seulement récupéré les 3 milliards de francs vendus en mars, mais a acheté quelques milliards en plus, ramenant le total de ses ressources en non-sterling à 9 milliards de francs (19). Jusqu'à la fin de cette période la livre sera toujours ferme par rapport aux monnaies des pays du bloc-or qui dévalueront au mois d'octobre 1936 et adopteront le principe du Fonds d'égalisation des changes.

Par rapport au dollar la situation de la livre était un peu différente. Depuis la dévaluation belge en mars 1935 et jusqu'au dernier trimestre 1936 la livre était ferme au comptant avec une tendance à la hausse mais faible à terme. Cette fermeté au comptant aux environs de 5 dollars provient comme on l'a signalé tout à l'heure de l'afflux presque continu à Londres des capitaux provenant des pays du bloc-or, notamment de la France. La faiblesse de la livre à terme s'explique parce qu'on a considéré sur le marché à terme des changes que ce mouvement des cours du comptant était momentané. En conséquence, il y a eu pendant

(17) *Monnaies et Banques*, 1937/38. Vol. 1. S. D. N., p. 22.

(18) Caculs de F. N. Paish, art. cité.

(19) Calculs de F. N. Paish, art. cité.

tout ce temps, un déport sur la livre à terme, même plus important que ne l'indiquait l'écart entre les taux d'intérêt à court terme pratiqués à Londres et à New-York.

Pendant le dernier trimestre de 1936 et le premier de 1937 la livre a fléchi jusqu'à 4,90 dollars, le fléchissement à la fin de 1936 est en partie seulement saisonnier, et en partie dû au mouvement des capitaux à destination des Etats-Unis qui voulaient profiter de la hausse des cours des actions; tandis que celui du début 1937 s'explique par une hausse plus importante des prix de gros-or britannique que ceux des Etats-Unis. Cette période de six mois est en effet caractérisée par la hausse des prix des matières premières; mais les prix de gros-or américains, calculés en prenant pour base l'année 1929 montant moins rapidement que ceux de l'Angleterre, leur étaient de deux points inférieurs. Ainsi l'indice des prix de gros-or anglais passait de 52 le dernier trimestre de 1936 à 56 le premier trimestre de 1937; tandis que celui des Etats-Unis était monté de 52 à 54. Cette hausse plus importante de l'indice-or anglais est dû à la hausse plus grande des prix en papier sterling. La disparité entre le déport de la livre et les taux d'intérêt pratiqués sur les deux places tend à disparaître grâce à la tension habituelle à cette époque du taux de l'intérêt de l'argent à court terme à Londres et au fait que les particuliers ou les institutions faisant l'arbitrage sur les taux d'intérêt ont profité du fait qu'ils pouvaient réaliser un gain plus important en vendant des livres au comptant et en les rachetant à terme qu'en laissant ces livres en dépôt ou en les plaçant à court terme à Londres.

La relation existant entre la livre et le dollar en 1937 et le premier semestre de 1938 a été très stable; les cours les plus élevés cotés pour le dollar à Londres, 5,03 par livre sterling le 7 novembre 1937 et le 6 février 1938, n'a dépassé que de 3,2 % le cours le plus bas, 4,873 dollars par livre le 6 mars 1937.

Cette stabilité apparente n'en a pas moins été accompagnée de perturbations sérieuses qui se sont manifestées sur le marché de l'or à Londres. Tout d'abord les bruits répandus au début d'avril 1937 au sujet d'une réduction du prix de l'or, ont provoqué un mouvement qu'on a désigné par le terme du « Gold Stare », mouvement de déthésaurisation

de l'or, qui a eu une influence sur la prime du dollar à terme, elle-même accentuée par la faiblesse normale du dollar, qui a encouragé le transfert de capitaux aux Etats-Unis. Etant donné les difficultés auxquelles se heurtait l'arbitrage privé et qui sont attestées par le déport appréciable que continuaient à accuser les cours de l'or, on peut supposer que c'est le Fonds d'égalisation des changes qui a effectué en grande partie les opérations nécessaires.

A la fin de 1937 un reflux de capitaux européens rapatriés des Etats-Unis, s'est produit à la suite des bruits, cette fois-ci contraires aux précédents : au sujet d'une dévaluation du dollar; le Fonds anglais à cette occasion a soutenu le dollar, en effectuant d'importants achats de cette devise.

Durant cette période de trois ans et demi, le Fonds anglais à la faveur des événements, semble avoir acquis des quantités importantes d'or. Suivant les calculs de M. F. N. N. Paish publiés dans la revue *Economica* d'août 1937, le Fonds détenait à la fin de septembre 1936 environ 34 millions d'onces. En décembre 1936, après le remboursement d'un crédit français de 40 millions de livres, le Fonds d'égalisation anglais semble s'être trouvé si dépourvu d'avoirs en sterling qu'il transféra 65 millions de livres d'or au pair à la Banque d'Angleterre. En juin 1937 on a augmenté sa dotation de 200 millions de livres; et d'après la déclaration du chancelier de l'Echiquier faite à ce moment, le Fonds détenait, au 30 mars 1937, 26,7 millions d'onces d'or fin, d'une valeur de 187 millions de livres au prix courant du marché. Désormais à partir de cette date comme on l'a déjà dit, il publiera le 31 décembre et le 30 juin un relevé officiel indiquant ses avoirs-or et ses autres actifs d'après la situation trois mois auparavant. A la date du 30 mars 1938 d'après le relevé officiel du 30 juin 1938, le Fonds possédait 298 millions de livres d'or, une masse d'or beaucoup plus importante que celle du 31 mars 1937 et qui est suffisante pour garantir la solidité de la livre contre un retrait important de capitaux se trouvant à Londres. Ce qui est, d'ailleurs, arrivé à la suite du repli du franc, en mai 1938, provoquant un rapatriement des capitaux français d'un ordre de grandeur d'environ de 65 millions de livres.

On peut terminer l'exposé de l'histoire de l'évolution de

la livre, depuis la création du Fonds d'égalisation en 1932, par une brève conclusion : ce dernier a par son activité permis, et il ne peut pas y avoir de doute à ce sujet, à la livre de se déprécier plus qu'elle ne l'eût fait autrement. Depuis l'époque où il a commencé ses opérations et jusqu'à l'année 1938 la valeur-or de la livre s'est réduite de plus de 20 %, alors que dans le même temps, le montant net d'or acheté par lui et vendu à la Banque d'Angleterre est énorme, l'encaisse-or de cette dernière de £ 120,6 en 1932 est passée à 327,2 en 1937; en même temps il a empêché de se produire de violentes fluctuations de la livre qui auraient beaucoup nui au commerce extérieur britannique.

Il a maintenu la valeur de la livre, depuis la fin 1934 et malgré un courant des capitaux constamment favorable, à 60 % du pair. Et il n'est pas certain qu'une moindre expansion de ses réserves d'or eût nécessairement mis en péril la stabilité de la livre. Il semble assez probable que, dans l'ensemble, ce sont des considérations comme la capacité de concurrence des producteurs anglais et le besoin de faciliter la politique d'argent à bon marché du gouvernement qui ont joué le rôle capital dans la politique du Fonds d'égalisation anglais.

SECTION II

Le Fonds d'égalisation américain et le dollar

Le 1^{er} avril 1933 les Etats-Unis abandonnèrent l'étalon-or. Cet abandon et la dépréciation consécutive du dollar jusqu'à la fin de janvier 1934 ne furent pas déterminés par un affaiblissement de la situation technique, situation qui en fait était forte, mais faisait partie d'un programme qui visait à provoquer un relèvement du niveau des prix aux Etats-Unis (20). En effet, la situation moné-

(20) De 1929 à 1932 inclusivement, la balance des paiements courants des Etats-Unis avait accusé un solde créditeur. De juin 1932 à janvier 1933, le stock d'or monétaire passa de 3.919 à 4.553 millions de dollars et en cours du mois de février et mars, qui furent caractérisés par des difficultés bancaires, le stock d'or ne diminua que de 271 millions de dollars.

taire et bancaire était gênée par les effets d'une déflation persistante et le recul du mouvement commercial et c'est elle qui provoqua une panique bancaire, la thésaurisation de l'or et de la monnaie par le public.

De plus, la baisse des prix des produits agricoles avait rendu intenable la situation des fermiers.

Pour remédier à cette situation le Congrès Américain donne au Président Roosevelt par l'amendement Thomas à la loi de l'agriculture, des pouvoirs discrétionnaires pour réduire la teneur-or du dollar jusqu'à concurrence de 50 % et émettre 300 millions de dollars de billets de banque. A la suite de ces mesures le cours du dollar tomba à 80 % du pair à la fin de juin. Ce cours descendit au-dessous de 70 % durant la troisième semaine de juillet, après le message présidentiel à la conférence économique mondiale qui rejetait les propositions de stabilisation monétaire. En septembre le Trésor des Etats-Unis abandonna le prix légal de l'or, lequel était de 20,67 dollars l'once de fin, et fut autorisé dans l'intérêt de l'industrie minière, à acheter de l'or au meilleur prix qu'il pourrait obtenir. Ce prix fut fixé, le 8 septembre, à 29,62 dollars, soit 30,2 % au-dessous du pair, il monta ensuite progressivement et atteignit 32,28 dollars, soit 36 % au-dessous du pair, le 20 septembre. En octobre un plan d'achat d'or, « Gold Purchase Plan », fut mis en application et la « Reconstruction Finance Corporation » fut autorisée, tout d'abord, à acheter l'or nouvellement extrait aux Etats-Unis et puis, vers la fin d'octobre, l'or sur les marchés étrangers, à des prix qui devaient être fixés de temps à autre après consultation avec le Trésor. Le prix de l'or fut porté par étapes jusqu'à 35 dollars, soit 40,94 % au-dessous du pair, le 31 janvier 1934. Le dollar fut à cette date provisoirement stabilisé à ce cours et un fonds de stabilisation des changes fut institué, doté en or pour un montant de 2 milliards de dollars à la nouvelle parité provisoire, et représentant une partie des bénéfices comptables résultant de la réévaluation du stock d'or. Sa durée était de deux ans, ce qui rappelle bien le cas français de préstabilisation de 1926 à 1928, mais elle fut jusqu'à présent toujours prolongée.

Le rattachement provisoire du dollar à l'or constituait seulement un rapprochement de l'étalon-or, car il y a une

possibilité de variation de 10 % du poids d'or du dollar et en outre, tout l'or américain est remis aux mains du Trésor. Par conséquent il subsistait un encouragement à la spéculation; les bruits fantaisistes pouvaient agir sur la cote des changes, ce qui s'était d'ailleurs produit à diverses époques, depuis lors. Sous ces réserves, les Etats-Unis avaient, depuis janvier 1934, un système monétaire assez proche de l'étalon-or car ils achetaient à un prix fixe tout l'or qui leur était offert par l'étranger et ils en vendaient aussi à prix fixe aux banques d'émission des pays de bloc-or et plus tard aux membres des accords monétaires tripartites et à eux seulement. Il en est résulté que la parité entre le dollar et les monnaies-or, jusqu'en octobre 1936, a pu être maintenue par le mécanisme ordinaire de l'étalon-or, tel qu'il est mis en œuvre par les Federal Reserve Banks. En ce qui concerne le change livre-dollar et jusqu'à la même date la situation était toute différente. La livre, monnaie libre, pouvait varier par rapport au dollar. Le Fonds américain possédant 2 milliards de dollars en or, aurait pu empêcher sa hausse mais il ne pouvait contrôler sa tendance à la baisse que s'il consentait à courir le risque d'acheter du sterling et de le garder en portefeuille .

C'est pour ces motifs, que le Fonds américain était condamné à être à peu près, sinon tout à fait, sans action.

En réalité sa création semble avoir été un habile expédient politique pour stériliser une grande partie de l'accroissement que la réévaluation du stock d'or eut entraîné dans les réserves bancaires déjà excessives. En même temps on déviait l'opposition des inflationnistes en proclamant que la création du Fonds avait pour but de déjouer les machinations du Fonds britannique. Mais on a vu, tout à l'heure, qu'il lui était impossible de les empêcher tant qu'il ne pouvait pas convertir ses livres en or pour se garantir contre les risques de dépréciation de cette dernière devise.

En fait, et vu sa dotation, il ne pouvait jouer, pendant la période qui va jusqu'aux accords tripartites, qu'un rôle accidentel dans le règlement des cours du dollar, en intervenant dans de rares occasions quand il s'agissait de palier à une faiblesse marquée de ce dernier. C'est ainsi qu'il a joué un rôle utile en août et octobre 1934, époque où l'on craignait une dévaluation du dollar, en soutenant le

change par des ventes d'or. Il a dû donner, pour financer la brève sortie des capitaux, environ 200 millions de dollars, ce qui ne pouvait manquer d'avoir une répercussion sur le système de crédit interne, étant donné que ces ventes d'or n'étaient pas compensées par des opérations sur le marché libre.

Il devait intervenir de mi-janvier à mi-février 1935 pour freiner cette fois-ci une hausse brusque du dollar par rapport aux monnaies-or, provoquée par le fait qu'à cette époque la Cour suprême des Etats-Unis devait se prononcer sur la validité aux termes de la constitution de l'abrogation de la clause-or par voix de mesure législative. Craignant qu'un arrêt défavorable au gouvernement n'amènât des difficultés d'ordre monétaire, les opérateurs habituels des arbitrages contre or s'abstinrent de prendre de nouveaux engagements; de ce fait les demandes de dollars furent irrégulièrement satisfaites et le Fonds essaya par des opérations indirectes sur le marché de Paris de pourvoir à cela.

Le 28 février 1935, la Cour a rendu le jugement qui donnait satisfaction au gouvernement, et le dollar rentre dans le calme.

A la suite de l'accord monétaire tripartite, intervenu le 26 septembre 1936 et qui rendait possible la conversion en or des devises de pays participant à cet accord, le Fonds d'égalisation américain est devenu plus actif. Il devait, aux termes de cet accord, coopérer avec les Fonds des autres pays pour maintenir, dans la mesure du possible, une stabilité des changes. Dans ce but il a pu acheter sans aucun risque des livres, des francs, etc... qu'il convertissait ensuite en or auprès des Fonds similaires et de ce fait il a retrouvé un certain contrôle sur la livre. Mais si celle-ci, par hasard, fléchissait un peu trop, soit par la volonté des autorités monétaires anglaises, soit par suite d'un retrait massif des capitaux du marché de Londres, le Fonds américain n'aurait rien pu faire, et le Gouvernement des Etats-Unis serait amené, en ce cas-là, à envisager une baisse du dollar jusqu'à la dernière limite de l'autorisation légale.

De fait, à la suite du rattachement du dollar à l'or, la livre a commencé à s'adapter et à chercher un niveau normal avec le dollar. Elle descendit fin 1933 au-dessous du

cours de 5 dollars qu'elle dépassait très sensiblement auparavant, et après une courte crise en mars 1935, les rapports furent assez stables entre ces deux devises.

Avec les monnaies de l'ancien bloc-or, sauf avec le franc à partir de juin 1937, le change était stable et cela grâce à la coopération des Fonds d'égalisation.

En comparaison avec le Fonds anglais, le Fonds américain a joué un rôle moins important. La principale tâche était, vu sa dotation initiale, de fournir de l'or en cas d'une forte pression sur le dollar. Cette situation ne se présentait pas souvent. Mais pour être rare, elle ne demande pas moins, tant que la stabilisation du dollar est provisoire et la situation internationale, en matière monétaire, incertaine, que de conserver le Fonds d'égalisation. En fait, le statut provisoire de la devise américaine en combinaison avec la politique de crédit du gouvernement des Etats-Unis, a créé à diverses reprises les bruits, tantôt d'une dévaluation, tantôt d'une appréciation, ce qui ne manquait pas de troubler les changes et surtout le marché de l'or. Dans la seule année 1937 il s'est produit en avril, d'abord, un « Gold-Scare », ou bruit que le dollar allait être apprécié par rapport à l'or pour empêcher l'afflux constant de l'or aux Etats-Unis qu'une hausse des prix des matières premières favorisait; ensuite un « Dollar-scare » eut lieu dans le dernier trimestre, au bruit qu'une dévaluation de ce dernier était envisagée pour arrêter cette fois-ci la baisse des prix, commencée au printemps après le discours du Président Roosevelt condamnant à cette époque leur hausse exagérée et qui aurait pu entraîner une nouvelle dépression de l'économie américaine. Tous ces bruits qui quelquefois persistaient même après les démentis officiels, se fondaient au souvenir qu'on avait gardé de la première restauration économique des Etats-Unis en 1933 due à la dévaluation du dollar, provoquant une hausse des prix.

Donc, étant donné la situation troublée, on ne peut contester l'utilité du Fonds américain, et son rôle deviendrait important si les Etats-Unis venaient à abandonner le prix fixe de l'or pour adopter le régime de la monnaie libre. Mais à la différence du Fonds anglais il était incapable, ne possédant pas de monnaie nationale, d'empêcher les capitaux étrangers, qui affluaient constamment, d'avoir

une influence sur le crédit intérieur. Le Trésor a comblé ce défaut en appliquant une méthode de stérilisation, à partir de décembre 1936, inspirée de l'exemple anglais.

SECTION III

Le Fonds d'égalisation français et le franc

Du 1^{er} octobre 1936 à juillet 1938 le statut du franc a subi trois changements. La loi monétaire du 1^{er} octobre avait créé le franc « élastique », qui pouvait se mouvoir entre deux limites extrêmes représentées l'une et l'autre par un poids d'or. Puis à partir de juillet 1937 le franc est devenu flottant et à ses fluctuations aucune limite n'était assignée. Enfin, depuis le 5 mai 1938 une limite à sa dépréciation a été établie, qui n'est pas un poids d'or mais un cours de la livre (179 francs par livre) tandis qu'il est libre de remonter.

En conséquence, ces trois statuts du franc qui déterminaient sa gestion par le Fonds d'égalisation, feront l'objet de trois paragraphes.

1^{er} §. — *Le franc élastique du 1^{er} octobre 1936 à juillet 1937.*

Suivant les dispositions de la loi monétaire du 1^{er} octobre 1936 le Fonds d'égalisation français avait pour mission de régulariser les rapports entre le franc et les devises étrangères, en maintenant la parité du franc par rapport à l'or dans les limites fixées par elle; entre un minimum de 43 milligrammes et un maximum de 49 milligrammes de métal jaune, au titre de 900/1.000 de fin, par unité monétaire. Dans ce but, il était doté, on l'a déjà dit, d'une masse de manœuvre initiale de 10 milliards de francs en or, libérés par la réévaluation de l'encaisse de la Banque de France sur la base de 49 milligrammes. Les deux limites extrêmes correspondaient pour le dollar à des cours limites de 20 fr. 15, et 22 fr. 36. La tâche du Fonds d'égalisation était d'intervenir sur le marché pour empêcher le change francs-

devises étrangères de dépasser ces limites. Donc, si les ventes de francs par le public tendaient à faire monter, disons le dollar, par exemple, au-dessus de 22 fr. 26, le Fonds devait faire la contre-partie, dans la mesure nécessaire pour empêcher le franchissement du cours-limite. Inversement, si les demandes de francs tendent à faire baisser le dollar jusqu'à 20,15, le Fonds devait acheter du dollar.

Comment le franc a-t-il été géré, au cours de cette période, par le Fonds d'égalisation? Malgré le secret des opérations, on peut se faire une idée de la tactique suivie, par lui en examinant la cote des changes et en utilisant les renseignements des journaux financiers sur son attitude journalière. Il semble qu'il ait suivi une tactique de blocage des cours au niveau de 105,15 pour une livre, jusqu'au 28 janvier 1937 et que, depuis cette date, il est décidé à donner plus de liberté au franc. La tactique de blocage a été sans doute inspirée par le souvenir des années 1926 à 1928. On a peut-être pensé que l'ère de l'instabilité monétaire était définitivement close; qu'on allait bientôt revenir à l'étalon-or et qu'il fallait, par une stabilisation de fait, préparer une stabilisation de droit. C'était prématuré. Le blocage ne permettait pas au franc de chercher son niveau d'équilibre, eu égard aux divers éléments économiques. C'était aussi une violation des règles classiques de l'offre et de la demande. Le change est un prix qui, comme tel, a un rôle à jouer comme indicateur et comme régulateur. En bloquant le cours du change on empêche l'influence régulatrice de ses variations sur la balance des comptes. Sous cette fixité du change des mouvements importants de capitaux s'étaient effectués. La dévaluation du franc avait levé pour un certain temps l'hypothèque qui pesait sur lui. Une fraction des capitaux précédemment exportés fut alors rapatriée; il y eut, de ce fait, des ventes de livres et de dollar, c'est-à-dire des achats de francs. Au surplus, les Anglais cédèrent des quantités de livres appréciables pour racheter des valeurs internationales sur le marché de Paris en vue de leur revente sur le marché de Londres. Le Fonds, devant faire face à des demandes de francs, vendit de l'or à la Banque de France. Celle-ci vit son encaisse métallique augmentée de 5 milliards entre le 2 et le 3 octobre, puis encore de deux milliards entre le 16 et le 23 octobre. Le reflux de

ces disponibilités sur le marché français provoqua une détente appréciable du loyer de l'argent que la Banque de France allait sanctionner en ramenant son taux d'escompte de 3 % le 1^{er} octobre à 2 1/2 %, le 8; puis à 2 % le 15 du même mois.

Cependant dès la fin d'octobre 1936, la tendance se renversa. Les exportations de capitaux, un instant interrompues, reprenaient de plus belle; la livre et le dollar étaient demandés de nouveau, tandis que le franc était offert.

L'échéance du crédit de 40 millions de livres consenti au Trésor français, en février 1936, par un consortium de banques anglaises se rapprochait. Pour faire face aux besoins de livres, le Fonds dut racheter de l'or à la Banque de France. La situation de l'Institut d'émission, arrêtée au 4 décembre 1936, fit apparaître une diminution de l'encaisse-or de 4 milliards de francs, prélevés en vue de remboursement du crédit britannique. Cette opération prouvait que le Fonds n'avait pas de quantités suffisantes d'or ou de livres, car on aurait préféré prélever la susdite somme de 4 milliards sur ses ressources plutôt que sur l'encaisse de la Banque.

Le 28 janvier 1937, la Banque de France relevait son taux d'escompte; afin de provoquer un resserrement du marché monétaire et de limiter, si possible, les sorties de métal. Malgré cela l'encaisse tomba, du 22 au 23 janvier, de 60.358,7 à 57.358,7 millions. Le Fonds avait dû acheter à l'Institut d'émission de l'or à concurrence de 3 milliards de francs à 49 milligrammes, et cette opération apparaissait d'autant plus sérieuse que le prélèvement était effectué à la veille de l'octroi d'un nouveau crédit, consenti, cette fois, aux grands réseaux français. Elle donnait en effet à entendre qu'à ce moment le Fonds était à bout.

Devant ces sorties massives des capitaux le gouvernement a jugé opportun de prendre certaines mesures d'ordre financier et monétaire pour restaurer la confiance et déterminer un large reflux de capitaux. C'est ainsi qu'il supprima les restrictions que la loi monétaire du 1^{er} octobre 1936, avait apportées à la circulation de l'or, aux transactions privées de l'or. Le Gouvernement a, en plus, de ces mesures, institué un comité d'experts, pour diriger les opérations du Fonds et qui, étant donné leurs idées libérales

et leurs connaissances apportaient la garantie qu'il serait bien géré (21).

En même temps, le gouvernement lançait un grand emprunt dit de la Défense Nationale, assorti d'une garantie de change et son émission procurait à la Trésorerie environ 8 milliards de francs, dont la moitié, ou même un peu plus, provenait du rapatriement de capitaux français exportés sur la place de Londres. Aussi le Fonds allait-il recevoir, de ce fait un montant appréciable de livres et de métal jaune. Pour ne pas gaspiller les réserves nouvellement acquises, ses dirigeants abandonnèrent la tactique rigide et ne soutenaient plus le cours de 105,15 par des ventes persistantes de sterling. Ils laissaient glisser la livre à 107,02-107,15 à partir du 8 mars.

Mais l'amélioration constatée ne devait pas être durable. Le déport sur le franc se tendait. Il avait pour cause le développement de la spéculation, surtout sur les places étrangères, qu'un déficit croissant de la balance commerciale favorisait.

On voit donc, d'après cette situation, que la dévaluation du franc n'a pas eu pour effet d'inciter les capitaux nationaux à l'étranger au rapatriement. Ce que, parmi les causes que nous avons mentionnées plus haut, les prix de francs-or français étaient sensiblement plus élevés que les mêmes prix anglais et américains; la dévaluation insuffisante ne les avait pas égalisés. Ensuite, l'existence d'une marge de dévaluation, par rapport aux cours effectivement pratiqués dans les mois qui suivirent l'adoption du système du Fonds d'égénéralisation et par rapport au taux qui a servi de base à la réévaluation de l'encaisse, a permis de supposer que le gouvernement pourrait, à un certain moment, utiliser cette latitude et fixer le franc à sa parité inférieure. On sait, en effet que l'article 2 dans son premier alinéa dit : « La nouvelle teneur en or du franc, unité monétaire française, sera fixée ultérieurement par un décret, pris en conseil des ministres ». Cela explique, en partie, les inquiétudes relatives à une deuxième dévaluation, dont la presse

(21) Le Comité d'experts était composé de MM. Labeyrie, gouverneur de la Banque de France; sous gouverneur honoraire; Baudoin, directeur général de la Banque de l'Indochine et Jacques Rueff, directeur du Mouvement général des Fonds.

s'était faite l'écho en ce temps-là, et qui ont certainement été l'un des obstacles majeurs au rapatriement des capitaux. Le public a préféré attendre encore avant de faire rentrer ses capitaux. Il y a eu, comme dit M. Robert Mossé dans son article du 6 mars 1937 de *L'Europe Nouvelle*, une erreur psychologique dans la conception et la rédaction de la loi monétaire, qui laisse une impression « d'inachevé » (22).

Le 14 juin 1937, MM. Rist et Baudoin adressèrent au Ministre des Finances une lettre aux termes de laquelle ils l'informaient de leur décision de démissionner du Comité de gestion du Fonds d'égalisation. Ce document, dont une partie seulement fut rendue publique, faisait allusion à la nécessité d'adopter d'urgence certaines mesures pour améliorer la situation de la Trésorerie, ainsi qu'une liberté plus grande aux mouvements du franc. Il révélait la situation difficile du Fonds qui était en train de complètement s'épuiser. Et, en effet, du 17 au 30 juin, la Banque de France devait lui céder environ 8,5 milliards d'or.

C'est devant cette situation de plus en plus grave que le ministère Blum demanda les pleins pouvoirs. Le Sénat les lui refusa et le cabinet démissionne aussitôt, cédant la place à un autre ministère.

§ 2. — *Le franc flottant du 1^{er} juillet 1937 au 5 mai 1938.*

Le 23 juin, le nouveau gouvernement décidait de fermer la Bourse, et, le 30 juin, en vertu d'une loi lui conférant les pleins pouvoirs jusqu'au 31 août 1937, il prit un décret précisant que la nouvelle teneur en or du franc serait fixée à une date ultérieure et que le Fonds d'égalisation des changes continuerait à régulariser les rapports entre le franc et les devises étrangères; mais les deux limites extrêmes ont été supprimées.

(22) *Europe Nouvelle*, 6 mars 1937. M. Robert Mossé préférerait la présentation suivante de l'article 2 « unité monétaire de la France est le franc, défini comme étant égal à 46 m. d'or au titre de 900/1.000. Toutefois la Banque de France, dans les conditions prévues à l'article suivant, est autorisée à faire ou à laisser varier le cours du franc sur le marché des changes entre une limite supérieure, correspondant à 45. et une limite inférieure correspondant à 43m.

Le 1^{er} juillet la livre a coté 128,95, et, après avoir poussé une pointe jusqu'au cours de 135 francs, elle revint un peu en arrière et se maintint entre les cours de 132 et 133 jusqu'au 9 septembre 1937. Les déports qui atteignaient au moment de la crise un taux de 37 % par an se sont détendus, et cette amélioration sur le marché des changes fut constatée par des abaissements successifs du taux de l'escompte, qui de 5 % fut ramené à 4 % le 6 juillet, puis à 3 1/2 % le 3 septembre 1937.

La situation du Fonds d'égalisation s'est améliorée; sa dotation se reconstituait sur les 8,5 milliards de francs-or qu'il avait obtenus à la fin de juin, il semble qu'il en conserva la moitié, et à cette réserve sont venus s'ajouter les devises et de l'or, environ 2,5 milliards selon le bruit qui a couru, que le Fonds a pu acquérir depuis le 1^{er} juillet grâce au dénouement de positions spéculatives à la baisse du franc. Comme ce cours impliquait une valeur du franc notablement inférieure à celle qui avait été adoptée pour la réévaluation de l'encaisse, les autorités décidèrent alors de la comptabiliser sur la base du franc à 43 mg. à 900/1.000. Avec une fraction du bénéfice ainsi obtenu, un Fonds de soutien des rentes fut créé, et il fut doté à cet effet d'une masse de manœuvre de 6.800 millions. Quant au stock métallique de la Banque de France, il devait désormais figurer au bilan pour 55.677 millions à partir du 29 juillet.

Mais si le franc était encore considéré comme équivalent à 43 mg. d'or, à la situation de l'Institut d'émission, en fait, il était libéré de tout lien avec le métal jaune, et la France innovait cette fois en adoptant la formule de la monnaie flottante, avec l'assentiment de l'Angleterre et des Etats-Unis dont l'accord avait déjà été nécessaire au début de juillet pour la reconduction de la convention tripartite.

L'expérience ne devait pas donner les résultats escomptés par ses promoteurs. La situation financière et économique de la France s'aggravait, ainsi que la situation internationale, ce qui n'encourageait évidemment pas les rapatriements des capitaux.

Dans la première semaine de septembre une nouvelle alerte des changes s'annonçait. Les opérations à terme sur devises prirent de plus en plus d'ampleur; le Fonds

d'égalisation intervint alors sur le marché à terme pour enrayer la tension des reports qui atteignirent jusqu'à 12 francs pour la livre à trois mois. Cette politique devait bientôt apparaître comme très onéreuse, les positions prises par le Fonds tant sur le marché au comptant que sur celui du terme entraînant une dispersion des efforts et un gaspillage des ressources. Il y a encore autre chose; on s'aperçut (on fut d'ailleurs long à s'en apercevoir) que le Fonds de soutien des rentes favorisait, en fait, par la nature même de ses opérations, la spéculation à la baisse du franc.

On a pu remarquer quand cet organisme achète des valeurs d'Etat, qu'il met du même coup en circulation un montant correspondant de billets provenant de la réévaluation de l'encaisse, et cette augmentation des disponibilités-francs qui en résulte contribue à accroître les demandes de devises et libère aussi la spéculation étrangère des craintes d'une raréfaction des francs, qu'elle pourrait éprouver lors du dénouement des positions prises. Lorsque les reports atteignent en effet des taux exorbitants, les importateurs se refusent à incorporer, dans leur prix de revient, un intérêt manifestement trop élevé sur le change de couverture et ils cessent alors leurs achats de change à terme. Il n'y a donc plus que la spéculation qui opère.

Le Fonds a commencé par résister mais devant l'ampleur du mouvement il dut céder pour ne pas gaspiller ses munitions comme dans les premiers mois de l'expérience. En conséquence la livre montait par bonds successifs de 133 à 140 francs, puis revint à 138 et 139, pour se redresser ensuite au-dessus de 145.

Cette alerte a été due à des facteurs matériels et psychologiques que la spéculation a cherché ensuite à exploiter. On doit noter, tout d'abord, que malgré le fait que les prix français ont baissé par rapport aux prix étrangers, à partir de la seconde dépréciation du franc en juillet, la balance commerciale est restée largement déficitaire et les besoins de devises qu'elle suscitait étaient, à peu près, en équilibre pendant l'été grâce aux offres de devises étrangères par les touristes. Il paraît que cet équilibre ne s'était pas maintenu en automne. Ensuite, un autre facteur matériel était l'accroissement des avances à l'Etat qui, du reste, n'atteignaient pas depuis juillet 4 milliards sur 15 milliards auto-

risés lors de la formation du ministère Chautemps en juin. Les avances n'étaient pas exagérées, mais ce qui avait produit une certaine impression c'est qu'elles coïncidaient avec des bonnes rentrées d'impôts, grossies des augmentations votées à cette époque.

En dehors de ces facteurs matériels qui n'étaient d'ailleurs qu'un prétexte à la spéculation, on considérait que la situation en France était incertaine jusqu'aux élections cantonales qui devaient avoir lieu en octobre 1937 et en outre la situation internationale pesait lourdement sur les esprits, ne favorisait pas un retour des capitaux expatriés.

A partir du 28 septembre, les banques privées ne satisfaisaient plus les demandes de devises que dans la mesure où elles correspondaient à des opérations commerciales ou aux besoins du tourisme. Néanmoins, la livre pousse une nouvelle pointe à 150.50 le 4 octobre, contre 144.50 le premier du mois. Mais la spéculation commence à s'inquiéter, ce qui est prouvé par la baisse des déports, de l'ampleur des positions prises à la baisse du franc, d'autant plus que celui-ci se raréfie sur le marché. Un vent de panique souffle sur Wall Street; les cours de nombreuses matières premières; le blé, le coton, le cuivre et l'étain, baissent rapidement, causant ici et là des pertes sévères. On commence à reparler de la France comme d'un pays sûr. Les devises affluent à nouveau sur le marché et le Fonds doit intervenir cette fois pour modérer l'appréciation du franc. Le 21 octobre, la livre est descendue à 146,30 et elle se maintint à ce cours jusqu'à la fin de décembre. Pendant ce temps-là le Fonds français a pu s'approvisionner abondamment en or, livres et dollars. Ce qui était prouvé par la cession du métal à la Banque de France, en novembre 1937, à concurrence de 3.120 millions de francs à 43 m. En outre les chemins de fer français ont obtenu des prêts — en Suisse, en octobre et en Hollande, en novembre, respectivement de 200 millions de francs suisses et 150 millions de florins, ce qui a augmenté d'autant les ressources de Fonds et a permis le remboursement du prêt anglais de 40 millions de livres.

Au début de 1938, la pression sur le franc augmente à nouveau et à la fin de mars, la livre sterling atteignit le cours de 163 fr. environ. Cela sous l'influence de la situation financière, les perspectives des besoins de trésorerie

pour 1938 et l'accroissement important des avances de la Banque de l'Etat. La constitution du gouvernement Daladier fut marquée par une baisse de la livre jusqu'à 153, elle fut offerte abondamment mais, fin avril, elle se releva au bruit que le gouvernement avait l'intention de déprécier le franc jusqu'à 175 ou 180 pour provoquer un choc psychologique en vue d'amorcer les rapatriements des capitaux français à l'étranger, nécessaires pour la réussite de l'emprunt de la Défense Nationale qui allait être lancé.

§ 3. — *Le repli du franc du 5 mai 1938*

Cette mesure a établi un niveau minimum du franc, mais dont, selon les déclarations des autorités, un relèvement plus ou moins sensible n'était point exclu. La formule est, en effet, très originale. Elle l'est d'abord en raison du fait même que les mouvements du franc ne sont limités que dans un seul sens, celui de la baisse. Elle l'est ensuite parce que son niveau minimum était fixé non plus par un poids d'or comme c'était pour le franc de 1936, mais par un cours de la livre sterling, le cours 179 francs par livre.

Pour cette double raison, l'opération ne saurait en aucune manière être tenue pour une stabilisation même de facto car le franc était en principe libre de varier dans l'autre sens et puis son cours minimum était fixé à une monnaie qui elle-même était flottante. Il est clair qu'avec le système actuel, si la valeur-or de la livre se modifiait, ce qui n'est pas du tout exclu, le niveau minimum du franc subirait une variation parallèle et au cas où il suivrait le glissement de la livre, il se déprécierait par rapport au dollar et aux autres monnaies indépendantes de la devise anglaise.

Les résultats escomptés par cette mesure étaient atteints, durant la première quinzaine de mai environ 15 milliards de francs ont été rapatriés et grâce à cet afflux de capitaux le Trésor avait recouvré une certaine aisance. La Banque de France a ramené son escompte de 3 % à 2 1/2 % les autres taux diminuaient aussi.

A la fin de mai environ 20 milliards étaient rapatriés. Le Fonds d'égalisation avait donc acquis des quantités énor-

mes d'or et de devises. Les ressources en francs ne lui suffisaient déjà pas une dizaine de jours après que le mouvement favorable de capitaux eut été amorcé. Au moment du repli, il possédait une masse de ressources de l'ordre de 14 milliards et semble que sur ce montant il n'y avait qu'un ou deux milliards d'or, le reste étant en francs.

Comme les rentrées de fonds étaient supérieures à ses disponibilités-francs, le Fonds se serait vu obligé de céder immédiatement une partie de l'or acquis à la Banque de France. Mais le souvenir des va-et-vients du métal jaune, entre la Banque de France et le Fonds produisant de fâcheuses impressions a décidé les autorités françaises à assouplir le mécanisme du Fonds.

Tout d'abord, le Trésor achetait à titre provisoire les excédents d'or du Fonds puis définitivement, par un décret-loi pris en vertu des pleins pouvoirs accordés au gouvernement, on l'a autorisé à faire des avances au Fonds.

Un moyen subsidiaire était en outre prévu : les disponibilités non employées du Fonds de soutien des rentes pouvaient également être utilisées pour des achats de métal jaune.

Il est à remarquer que la modification apportée par ces mesures au régime antérieur ne subsistera que tant qu'existera l'Etat de choses qui l'a rendue nécessaire. Dans le cas, par exemple, où les mouvements de capitaux se renversaient et que le Fonds se voyait obligé de revendre du métal précieux, il devait restituer au Trésor, à mesure qu'il recouvrerait les sommes des francs prêtés. Mais à supposer que ses avoirs en or revinssent au-dessous des 14 milliards de francs auxquels se limite sa masse propre, la cloison étanche établie par la législation antérieure entre sa trésorerie et celle de l'Etat réapparaîtrait aussitôt; il ne pourrait prêter au Trésor les francs dont il disposerait éventuellement par suite de la continuation des sorties de capitaux.

Ces mesures ont assuré une souplesse plus grande au Fonds français et l'ont rapproché dans une certaine mesure, du Fonds anglais dans la mesure où elles assurent mieux le secret des opérations.

La tactique du Fonds après le repli du franc qui a déclenché un retournement décisif du mouvement des capitaux dans un sens favorable était, tout en freinant la hausse

de celui-ci par des achats massifs de change, de le laisser monter par une très lente progression de manière à en hâter le reflux. Le franc commence par un cours 178,87 pour une livre et montait ensuite par paliers successifs. Il va osciller désormais entre les cours de 177,50 et 179.

L'évolution du change français nous montre que l'action de la technique est limitée et que le climat intérieur, déterminé par la situation financière et économique, est d'une importance prépondérante.

SECTION IV

Limites de l'action d'intervention des fonds d'égalisation sur le marché des changes

L'étude de la gestion de la livre, du franc et du dollar par les Fonds d'égalisation, surtout celle des deux premières devises, nous fournit des éléments suffisants pour préciser la portée des opérations cambistes de ces organismes et voir dans quelle mesure ils sont capables de remplir leur mission de régularisation et de stabilité en matière de change.

Ces expériences nous ont révélé les situations diverses dans lesquelles ils se sont trouvés, ainsi que des difficultés qu'ils devaient surmonter, et des résultats différents qu'ils ont obtenus suivant les pays et les époques.

Tout au début, on doit souligner que le principe de dotation de ces organismes n'est pour rien dans leur réussite ou leur échec, d'ailleurs on a vu qu'un même fonds s'est trouvé dans des positions différentes, mais ce sont les facteurs économiques, tantôt favorables, tantôt non et surtout le climat dans lequel ils travaillaient, qui décidaient de tout.

L'appui et la direction qu'un Fonds apporte à une monnaie inconvertible pour les particuliers, dépendent essentiellement de l'état de la balance des comptes, des ressources en métal ou en devises étrangères, de la confiance ou de la méfiance qu'inspire la situation intérieure d'un pays qui à son tour détermine un courant favorable ou défavorable des capitaux, et enfin des directives que le gouvernement donne à ses gérants. A ce dernier point de vue,

on peut être plus affirmatif lorsque la loi décide que le poids de l'unité monétaire ne peut varier qu'entre deux limites, mais la situation n'est pas différente en leur absence si le Fonds a pour mission de stabiliser la monnaie nationale autant que faire se peut. Seulement, cette mission ne peut être accomplie que si l'organisme régulateur possède un stock suffisamment considérable tant de monnaie nationale que d'or ou de devises étrangères. Ou, du moins, s'il peut renforcer par l'échange avec la Banque centrale celui de ces deux éléments qui menaceraient de lui manquer, l'autre étant surabondant. Si cette possibilité de ravitaillement n'existe pas ou si la balance des comptes a une tendance unilatérale chronique soit excédentaire, soit déficitaire, l'impuissance du Fonds à remplir son rôle régulateur est évidente. Tout au plus, sera-t-il en mesure de résister quelque temps ou de graduer la hausse ou la baisse des devises. En pareille occurrence, son action sera moins efficace que celle du contrôle permettant de restreindre les demandes de change étranger ou de les satisfaire sans restriction.

En pratique, les difficultés ne se sont pas présentées en ce qui concerne le ravitaillement en monnaie nationale, ou les possibilités sont illimitées, mais du côté du métal ou des devises étrangères. C'est pourquoi il est plus facile de faire face à une hausse de la monnaie nationale qu'à une baisse. Le courant favorable ou défavorable des capitaux pendant la plupart du temps, explique bien pourquoi certains Fonds ont mieux réussi que d'autres ou un même Fonds s'est trouvé tantôt débordé tantôt maître de la situation.

Les Fonds suisse, hollandais et anglais ont mieux réussi dans l'ensemble que le Fonds français parce que se sont trouvés fréquemment en présence d'un afflux de capitaux. En pareil cas, il suffit pour maintenir le change stable, de jeter sur le marché des changes des devises nationales qu'on est toujours maître de se procurer. L'exemple de Fonds anglais est particulièrement instructif. Il avait reçu à l'origine des ressources constituées en bons du Trésor, c'est-à-dire en livres, et ne possédait qu'une quantité minime de devises étrangères. Les livres ne tardèrent pas à se transformer en métal jaune, si bien que le Fonds put à diverses reprises vendre à la Banque d'Angleterre des quantités d'or importantes. C'est la preuve que sa tâche s'est bornée le

plus souvent à empêcher le sterling de s'élever sous la poussée des entrées de capitaux. Et pendant les rares périodes où le mouvement était contraire les autorités monétaires n'ont pu éviter de sérieux embarras qu'en laissant glisser le change. En particulier, fin 1932, fin 1934 et début 1935; les réserves du Fonds anglais étaient à cette époque complètement épuisées, et comme il ne reprenait presque jamais l'or qu'il avait vendu auparavant à la Banque, la livre a connu des niveaux très bas. En 1935, pour renverser le courant des capitaux il ne fallut rien de moins qu'une campagne violente tendant à jeter un discrédit sur les monnaies continentales, en premier lieu sur le franc belge qui ne tarda pas à succomber. Depuis lors les capitaux n'ont pas cessé d'affluer à Londres, ce qui est une cause de son succès.

Le sort du Fonds français était le moins enviable de tous. Il était doté à l'origine en or. Il avait, le premier mois après la dévaluation, à faire face à des rentrées de capitaux et il a vendu des quantités importantes d'or à la Banque de France pour empêcher la hausse du franc. Mais le mois suivant le courant s'est renversé et sauf à de brèves périodes, il lui était défavorable jusqu'au mois de mai 1938 quand le repli du franc fut effectué. Pendant ce temps, la situation économique et financière, caractérisée par un déficit de la balance des comptes et le progrès de l'inflation par l'intermédiaire des avances à l'Etat exerçait à la fois une action matérielle et psychologique, favorisait une sortie presque ininterrompue des capitaux. Le Fonds français avait d'abord essayé de défendre le franc sur un niveau rigide, en vendant des quantités considérables d'or qui l'épuisèrent presque. Devant cette situation, on supprima en juin 1937 tout lien du franc avec l'or, en laissant au Fonds une liberté très large dans ses opérations et dans le but de ménager les réserves métalliques de la Banque de France. A partir de ce moment le franc, s'est déprécié dans des proportions énormes car le courant des capitaux à part de brèves périodes, lui était constamment défavorable. En mai 1938, le franc a subi une nouvelle amputation dans le but d'inciter les propriétaires des capitaux émigrés à les rapatrier, mais en même temps les autorités, pour leur donner une garantie, posèrent une limite dans le sens de la dépréciation, fixée par rapport à la livre sterling au cours de 179 francs par

livre. Ceci est un échec de la monnaie par trop flottante. Avec cette opération une nouvelle phase s'ouvre dans l'évolution du franc. Elle a déterminé, en combinaison avec des mesures financières prises, en vue d'assainir le budget, un afflux considérable des capitaux qui fortifia le franc au point de vue technique.

Il résulte donc de ce qu'on vient de dire que les Fonds n'ont pas pu empêcher les sorties des capitaux et s'ils ont réussi quelquefois à les arrêter, pendant un certain temps c'était toujours aux dépens de la monnaie qui subissait alors une dépréciation plus ou moins importante suivant la pression qu'ils exerçaient. Car de deux choses l'une, ou le Fonds soutient la monnaie nationale en exportant de l'or et cet or exporté correspond « grosso modo » à l'exportation des capitaux, ou il laissera sortir les capitaux et la monnaie nationale va se déprécier dans une mesure plus ou moins prononcée. Il peut arriver aussi, et ce qui est à son avantage mais sans l'exagérer, qu'il soit possible au Fonds de laisser passer les paniques momentanées pour ensuite essayer d'en effacer les conséquences quand le calme est revenu. Il suffit, pour cela de laisser les devises étrangères monter, brusquement, puis de les ramener ensuite à des cours plus modérés lorsque la demande anormale aura pris fin, apaisée qu'elle sera peut-être par l'excès même de la hausse des changes. Ainsi il serait possible de décourager la fuite des capitaux en la rendant trop onéreuse. Il n'est toutefois pas certain, si les alarmes sont très violentes, que la hausse des devises n'aura pas pour effet de les exaspérer et d'aggraver la défection des capitaux. La prudence s'impose toujours dans les prévisions de ce genre. Parfois par sa défense molle et hésitante, il a encouragé la spéculation, mais il est parfaitement en mesure de neutraliser les mouvements violents des changes comme il s'en produisait sous le régime du papier-monnaie après guerre et même d'assurer une plus grande stabilité que l'étalon-or.

Enfin, si le Fonds d'égalisation ne peut souvent pas empêcher de se produire une dépréciation sensible de la monnaie nationale il est au moins capable en trouvant une ligne de résistance, tenant compte de ses moyens, de donner aux autorités un certain répit pour effectuer le redressement éco-

nomique et financier qui peut seul prendre le mal à la racine et en même temps renverser le courant défavorable des capitaux, qui affaiblit et il est persistant, une devise. S'il est en mesure de donner un certain appui au gouvernement, selon ses moyens, il présente par contre un réel danger, vu la facilité de manipuler le change, surtout vers la baisse en amenant les autorités à recourir plutôt aux solutions faciles de dépréciation de la monnaie, que d'entreprendre l'assainissement des finances et de l'économie, le vrai redressement de la situation. Dans ce cas on ne doit pas être surpris, si la déception survient.

Le Fonds d'égalisation, mesure technique et si ingénieuse qu'elle soit, ne peut agir que dans la mesure où elle en a les moyens. Son action est limitée, et il atteindra des résultats plus ou moins satisfaisants suivant que la situation intérieure d'un pays est saine ou mauvaise.

BIBLIOGRAPHIE DU CHAPITRE II

- Aftalion A. — *L'Or et la Monnaie*, 1938.
- Hall N. F. — *The Exchange Equalisation Account*, 1935, Londres.
- Delaisi F. — *Bataille de l'or*, 1933.
- Jenny F. — Série d'articles dans la *Rev. Pol. et Parlementaire*, de oct. 1936 à août 1938 et aussi dans le *Temps financier*.
- Lescure (J.). — *Des crises générales et périodiques de surproduction*. Paris 1938, 5^e édit. Libr. Domat-Montchrestien.
- Nogaro B. — *La Crise Economique dans le Monde*, 1936.
- Paish F. W. — Ses articles dans *Economica*, 1935-38.
- Pirou G. — *La Monnaie Française, de 1936 à 1938*.
- Schwob Ph. — Ses articles dans l'*Europe Nouvelle*.
- Vigreux P. B. — *Fonds d'égalisation des changes*. *Rev. E. Politique*, 1935.
- R. A. Young. — *Or, mouvements des capitaux et dollar*, *Rev. E. Int.*, jan. 1934.

CHAPITRE III

LES ACCORDS TRIPARTITES ET LES FONDS D'EGALISATION DES CHANGES

Les accords monétaires tripartites sont intervenus entre les Etats-Unis, France et Angleterre, à l'occasion de la dévaluation du franc en septembre 1936. Ils se répartissent en deux catégories : d'une part, les déclarations de politique générale et, d'autre part, l'arrangement technique qui complète ces déclarations.

Le Gouvernement français faisait part de sa décision de proposer à son Parlement l'ajustement de sa devise, aux gouvernements anglais et américain. Les gouvernements anglais et américain faisaient connaître qu'ils avaient accueilli favorablement cette décision. Les trois gouvernements affirmaient en même temps d'éviter tout ce qui peut troubler les rapports nouveaux des changes. L'arrangement technique n'est intervenu que quelques jours plus tard, le 12 octobre.

A ces accords, ont adhéré plus tard la Belgique, les Pays-Bas et la Suisse.

L'arrangement technique a une valeur pratique indéniable, car il rend possible les opérations des Fonds d'égalisation. Par suite de la dévaluation du franc français, et du fait que la Banque de France était dégagée de l'obligation de convertir ses billets en or, il n'était plus possible pour les Fonds d'égalisation américain et britannique de convertir en or par des opérations sur le franc français, les soldes existant dans la monnaie de l'autre partie. Ensuite lors de la stabilisation de fait du dollar, réalisée le

31 janvier 1934, le Trésor des Etats-Unis s'était engagé à ne vendre de l'or pour l'exportation qu'aux Instituts d'émission ayant adopté l'étalon-or, et lorsque les cours du change atteindraient le point de sortie de l'or, lui rendait impossible l'exportation de l'or vers l'Angleterre qui avait une monnaie inconvertible. Tous ces obstacles étaient écartés par l'accord technique dont les membres se sont engagés à remettre de l'or contre les devises apportées et leur appartenant. En ce qui concerne la quantité d'or contre laquelle une devise devait être échangée, il n'y a que les Etats-Unis et la Suisse, la Belgique étant à l'étalon-or possède un prix réglementaire pour l'or, qui aient fixé un prix pour l'or, mais en se réservant, en même temps, le droit d'annuler ou de modifier leur décision moyennant un préavis de vingt-quatre heures. Il est respectivement à 35 dollars par onec d'or fin plus un quart pour cent pour les frais, et à 4.373 fr. 40, par kilogramme d'or fin. Les autres ont un prix variable chaque jour, selon le cours du change.

D'après les déclarations « cet arrangement qui sera mis en œuvre au jour le jour, doit faciliter grandement les opérations techniques des Fonds d'égalisation des changes ». Il faut noter que, sous ce régime, les mouvements d'or s'effectueraient par l'intermédiaire de ces organismes. Aux dires de M. Morgenthau, on éliminerait ainsi les spéculateurs internationaux. Mais ils ne sont pas tout à fait libres, car ils ne s'effectuent qu'entre les parties à l'arrangement.

Il est possible maintenant de régulariser les changes sans courir aucun risque. Si un des Fonds acquiert des devises de l'un des pays signataires de l'accord, il peut les échanger contre de l'or immédiatement, auprès des organismes similaires. Et il est très clair qu'en l'absence de cet accord, une régularisation des mouvements des changes eût été extrêmement difficile. Les autorités monétaires, pour ne pas courir les risques, se seraient abstenues d'acheter des devises, ce qui eût rendu impossible toute coopération de ces organismes et eût entraîné sur le marché des changes des fluctuations désordonnées. L'or joue le rôle d'un moyen de paiement entre les Fonds et permet ainsi de régler les soldes et d'effectuer les transferts.

Il importe toutefois de bien préciser que lorsque un Fonds d'égalisation intervient pour soutenir telle monnaie

et de l'empêcher de baisser, il ne consent aucun sacrifice. Il agit simplement pour le compte du gouvernement dont la devise a besoin d'être soutenue, échange celle-ci aussitôt contre de l'or.

Quels changements ont apporté ces accords dans le domaine de la stabilité monétaire internationale? Les textes ne contiennent aucune modification en ce qui concerne la situation fondamentale de chaque système monétaire. Le sterling et le florin demeurent sur une base-papier indépendante, sans aucune indication quant à la base définitive de la monnaie ou quant aux rapports du change avec les principales monnaies. Le dollar est toujours lié d'une façon provisoire à l'or; tandis que le franc suisse peut osciller entre deux limites fixées par rapport à l'or, et le franc français après avoir eu aussi deux limites extrêmes les a abandonnées pour devenir une monnaie-papier flottante. Il n'y a pas dans les accords un statut définitif pour chaque devise, c'est-à-dire des limites fixées par rapport à l'or que celles-ci ne peuvent pas dépasser. L'ensemble de la coopération a donc un caractère d'une organisation au jour le jour. Les trois gouvernements affirmaient, en effet, dans la déclaration de politique générale (1), « qu'il est de leur intention d'user des moyens appropriés dont ils disposent pour éviter, dans toute la mesure du possible, que des troubles puissent affecter des bases nouvelles des changes résultant de l'ajustement envisagé. Il est entendu que des consultations nécessaires seront assurées à cette fin entre les trois gouvernements et les Instituts qualifiés ».

Mais, à la vérité, cette « intention » était limitée, car les trois gouvernements doivent naturellement dans la « politique monétaire internationale tenir pleinement compte des exigences de la prospérité intérieure de leur pays. » Ce passage, on le voit, restreint la portée du premier, mais il n'est pas négligeable, pour la stabilité dans le domaine des changes, et qui constitue un important progrès par rapport à la période précédant les accords, le fait que les membres doivent se consulter pour chaque modification importante dans les rapports entre leurs devises. Ainsi une lutte entre

(1) La déclaration commune des trois gouvernements dans l'*Europe Nouvelle*, du 10 oct. 1936.

les Fonds d'égalisation est évitée; car si l'on voulait abaisser sa devise, tandis que les autres voulaient le contrarier par des contre-achats de devises : le cours du change monterait ou baisserait, ce qui serait évidemment un spectacle absurde. La consultation entre les membres permet d'éviter cela.

A cet égard, le Gouvernement français a eu l'occasion plusieurs fois de demander l'approbation pour les changements apportés dans les relations entre le franc et les devises des membres des accords tripartites, et il l'a obtenu, car ces changements n'étaient pas volontaires, et n'étaient faits en aucune façon en vue d'un avantage commercial, mais justement pour faire face à une situation financière menaçante, et protéger de la sorte, les réserves métalliques qui s'épuisaient vite.

Le fait que le franc s'est déprécié prouve que les accords tripartites ne sont pas faits, et ne sont point suffisants à garantir une devise de la dépréciation. La coopération instituée entre les Fonds ne met pas leurs ressources d'une façon (inconditionnée) à la disposition de l'un d'eux. La solidité d'une devise n'est assurée, par conséquent, que dans la mesure où les facteurs fondamentaux d'un pays, sur lesquels elle repose, sont stables; et une convention internationale ne peut que coordonner l'action des divers pays en vue d'une harmonie internationale.

Cette remarque faite, l'application des accords tripartites a eu pour résultat, en dehors de la dépréciation du franc par paliers successifs jusqu'en mai 1938, d'instaurer une stabilité appréciable des changes après l'alignement des principales devises en octobre 1936. Ceci n'était point négligeable pour le relèvement du commerce international et si l'on pense surtout aux troubles causés par la bataille des changes des années précédentes.

Mais en ce qui concerne la coopération des Fonds, dans l'action pour maintenir sur le marché des changes une stabilité telle que l'ont souhaitée les accords tripartites, elle n'était pas irréprochable.

Il y avait aussi des fausses manœuvres qui étaient contraires à ce qu'on a stipulé, ou à l'esprit même de ces accords, et qui n'ont pas abouti à des mouvements normaux de l'or. C'est ainsi que le Fonds anglais, à l'occasion du

« dollar scare » en novembre 1937, n'a pas opéré comme il le fallait. La situation était caractérisée par une pression sur le dollar. Le Fonds américain était resté passif, mais le Fonds anglais a aussi négligé d'exercer en temps utile son action régulatrice. En conséquence, les offres de dollars se sont traduites à Londres par une pression sur le change, le cours de la livre s'élevant en peu de jours de 4,96 à 5,03. De plus, le Fonds anglais a fourni de l'or au marché afin de limiter la hausse du métal, alors que celui-ci eût du affluer régulièrement de New-York une fois que le point d'or aurait été atteint.

Pour n'avoir rien fait de définitif, ils constituent néanmoins un très net progrès vers la paix monétaire par une coopération internationale. Ils ont créé, on peut le dire, le mécanisme propre à une expérience méthodique dans le domaine de la stabilisation internationale des monnaies. Certes, les parties aux accords sont peu nombreuses, mais leurs monnaies sont celles auxquelles se rattachent, directement ou indirectement, la plupart des autres.

BIBLIOGRAPHIE DU CHAPITRE III

Déclaration commune des gouvernements américains, français et anglais. Europe Nouv., 10 oct. 1936.

Duchesne L. — *La stabilisation monétaire est-elle possible, est-elle souhaitable?* Rev. écon. polit. 1937.

Martens. — *Accord Tripartite et mouvements d'or.* Rev. Ec. int., mars 1937.

CHAPITRE IV

LES EFETS DES OPERATIONS DES FONDS D'EGALISATION SUR LES PRIX ET LE CREDIT

SECTION PREMIÈRE

Les Effets sur les Prix

Dans la mesure où le Fonds maintient le change stable, il supprime une cause qui pourrait troubler les prix, et au contraire, dans le cas où il fait baisser délibérément le change il agit et sur les prix intérieurs papier et sur les prix-or.

Il agit d'une façon active sur les prix lorsqu'il fait pression sur le change, lorsqu'il le manipule, mais les prix peuvent hausser ou baisser pour d'autres causes dont il subit lui-même la pression.

De plus on peut dire que ce système est, par le fait qu'il ne garantit pas en droit la stabilité des changes et étant donnée la liberté d'action du Fonds, susceptible de provoquer certains mouvements des prix par l'intermédiaire des facteurs psychologiques (1). Et il y a lieu de remarquer que le public a pris l'habitude aujourd'hui de s'intéresser à la cote des changes, aux oscillations de la valeur externe

(1) Pour toute explication sur le change les facteurs psychologiques et les prix, se référer au livre de M. Aftalion : *Monnaie, Prix et Change*, 1926. Aussi au livre de M. Nogaro : *Monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*. 1935.

beaucoup plus quelquefois qu'à celles de la valeur interne de sa monnaie et que toute altération appréciable de la première se répercute instantanément sur la cadence de l'économie nationale. Evidemment il faut se garder de tout généraliser.

Le Fonds agit aussi sur les prix, et ceci concerne les Fonds à mécanisme compensatoire, lorsqu'il empêche, par ses opérations, l'or venu de l'étranger, d'influer sur le crédit intérieur.

En tout cas le but avoué des Fonds étant de régulariser les cours de la devise nationale sur le marché des changes, c'est-à-dire, supprimer les mouvements mineurs, ils ne devaient pas agir sur des facteurs fondamentaux, déterminant les cours du change de longue durée.

Ceci dit, nous allons examiner l'action des Fonds anglais et français sur les prix, comme les plus intéressants, car les autres ont maintenu des changes très stables.



En ce qui concerne les effets de l'action du Fonds anglais sur les prix, ils sont différents suivants qu'il s'agit des prix-papier ou des prix-or. En général, la dépréciation de la livre après l'abandon de l'étalon-or n'a pas produit les effets normaux de toutes les dépréciations antérieures. Tandis que les dépréciations d'après-guerre ont toutes déterminé une hausse des prix-papier à peu près proportionnelle à la baisse de la monnaie nationale sur le marché des changes; la dépréciation d'après crise survenue en Angleterre ne semble avoir provoqué que de faibles mouvements des prix-papier et ainsi elle a exercé une influence durable sur les prix-or. La dépréciation de la livre par rapport à l'or d'environ 40 % fin 1933, était impossible, dit M. Poish, sans le Fonds d'égalisation. Celui-ci, à la faveur de la tendance à la baisse des prix mondiaux et aussi d'autres facteurs propres au peuple anglais, a fait déprimer les prix-or; tandis que les prix intérieurs s'arrêtèrent dans leur chute.

Au début de 1932, avant qu'il ne fonctionnât, le cours

du change s'approchait du cours d'équilibre, diminuant ainsi la sous-estimation de la livre et de nouveau, à la fin de l'été de cette même année, lorsque le Fonds anglais soutenait la livre en faisant la contre-partie des retraits des balances étrangères.

La crise de confiance de la livre de fin 1932, dont le Fonds était en partie responsable pour s'être démuné d'une quantité appréciable d'or au profit de la Banque d'Angleterre, augmenta la sous-estimation de la livre. Mais dès le début de 1933, la tendance à l'équilibre reparut. Si l'on avait permis à la livre en janvier de remonter au niveau où elle avait été soutenue en fin de l'été 1932, c'est-à-dire, au cours L. 92 francs, il y aurait eu une atténuation de la pression qu'exerçait le bas taux de la livre, sur les prix des pays du bloc-or.

Depuis avril 1933 la politique du Fonds changea : la livre fut considérée par lui comme un satellite du dollar et en conséquence il laissait la livre se déprécier au regard des monnaies d'or. Cet important changement passe inaperçu : officiellement on déclare toujours que le Fonds n'entend rien moins que mener une politique propre.

Chaque fois que la valeur extérieure de la livre s'effondra, la différence entre le cours du marché et le taux de la parité s'accrût.

Cette politique de suite du dollar semble une erreur. Les mesures de restauration économique entreprises par les Etats-Unis étaient de nature à diminuer la capacité compétitive de ce pays, et un dollar déprécié par rapport à la livre et dépassant même sensiblement l'ancienne parité de £ 1 = d. 4,86 n'aurait pas créé de gros ennuis, alors qu'une livre remontant par rapport aux monnaies d'or aurait empêché une nouvelle baisse de prix-or ce qui se fit sentir dans les cinq premiers mois de 1934, lorsque la livre fléchit de 83, 25 à 76, 50 francs. Cette diminution de la valeur-or, en janvier 1934, aurait pu être évitée, si l'on avait dirigé le Fonds dans le seul but d'éviter les mouvements mineurs. Et la politique de suite du dollar a eu des conséquences graves : l'accroissement de la thésaurisation de l'or à Londres, qui pour toute l'année 1934 s'élevait à

quelques 130 millions de livres au cours du marché, et elle était probablement faite pour le compte d l'étranger.

A la fin de 1934, le Fonds anglais renonça à suivre le dollar et lorsque les capitaux français, émigrés à Londres, retrouvèrent en France, il soutint la livre en reprenant ses fonctions normales; malgré ce soutien elle subit une courte mais forte crise en mars 1935.

Après mars 1935 le Fonds stabilise presque la livre à 40 % du pair. Il freina sa hausse déterminée par un abondant afflux de capitaux en Angleterre et ainsi il laisse les prix-or anglais à un niveau sensiblement inférieur aux prix-or français et américains et ce n'est qu'à la suite de la dévaluation générale en octobre que les prix-or des principaux pays s'équilibreront à peu près.

En ce qui concerne les prix papier qui de mars 1933 à mars 1935 étaient stationnaires, ils vont se relever après cette date, mais c'est la tendance à la hausse des prix mondiaux qui en est la cause et c'est le même facteur qui agira lorsqu'ils commenceront à baisser en fin d'été 1937. Et il faut ajouter que la stérilisation des quantités d'or importantes par le Fonds anglais, à partir de cette date, a certainement exercé une influence anti-inflationniste sur les prix et ce qui ne serait pas le cas si cet or n'était pas empêché de provoquer, comme on le verra, une augmentation de la circulation des billets. Et cette stérilisation est renforcée par celle qui provient de l'application de l'ancien prix légal aux achats d'or faits par la Banque d'Angleterre au Fonds.

Après l'accord tripartite et jusqu'en juin 1938, le Fonds anglais va se cantonner dans ses fonctions normales, c'est-à-dire agira surtout sur les mouvements mineurs de la livre et ne provoquera plus des dépréciations plus ou moins grandes susceptibles d'amener des troubles dans le domaine des changes et des prix.



Quelle était maintenant l'action du Fonds français sur le prix? Il y a lieu tout d'abord, de remarquer que lorsqu'il a commencé ses opérations l'accord tripartite existait qui,

en quelque sorte, interdisait d'agir délibérément sur le change pour abaisser les prix-or et avantager ainsi le commerce extérieur. De plus, la liberté de mouvement du change était, au début, définie par la loi monétaire du 1^{er} octobre 1936; elle était contenue entre deux limites extrêmes 43 et 49 milligrammes d'or.

En fait, il a maintenu pendant cinq mois, après la dévaluation, un cours de change rigide, à 105,15, tandis que la situation n'était pas toujours la même. Le premier mois il existait un courant de capitaux favorable qui s'est arrêté ensuite au commencement de novembre. Et tant que le Fonds maintenait le change stable, les prix étaient garantis contre des troubles provenant de ce côté. Par ailleurs, ceux-ci montaient pour d'autres causes : la tendance à la hausse des prix mondiaux, facteur général, et l'influence des réformes sociales, facteur propre à la France. Mais, lorsque le Fonds laissa glisser le franc jusqu'au cours de 110 francs, il a agi et sur les prix intérieurs et sur les prix-or, ceux-ci qui étaient en février 1937 supérieurs pour un point, aux prix-or anglais et égaux aux américains s'établirent au-dessous d'eux. Evidemment, il n'y a aucune raison de lui en tenir rigueur car il était toujours entre les limites prévues, ensuite il était contraint par la sortie intense des capitaux, déterminée par la situation financière et par une crainte de dépréciation monétaire, qui l'épuisait complètement.

En juillet 1937, les limites aux oscillations du franc étaient supprimées, en même temps l'intangibilité de l'encaisse or de la Banque de France ayant été proclamée, le Fonds devait agir avec prudence pour ménager ses réserves d'or. Il cédait toujours lorsque une pression sérieuse sur le change survenait, d'ailleurs il ne pouvait faire autrement, étant données les puissantes causes matérielles et psychologiques qui agissaient, car ses réserves d'or auraient été certainement emportées.

De la sorte, il se tenait sur la défensive et le franc a subi, à la suite des baisses successives plus ou moins éloignées, une dépréciation de plus de 35 % jusqu'en mai 1938. Les prix intérieurs français haussaient mais ils étaient loin de compenser la baisse du change, de sorte que le franc était nettement sous-estimé dans cette période et cette sous-

estimation existait même lorsque le franc était quelquefois soutenu au même cours assez longtemps (juillet-août-octobre et décembre).

Elle était encore favorisée par la tendance à la baisse des prix mondiaux. Par suite les prix-or français étaient souvent, de 12 %, 13 % et 15 % inférieurs aux prix-or anglo-saxons.

Cette marge de différence sensible en faveur des prix-or français n'entraîne pas la rupture de l'accord tripartite, car le Fonds français ne la cherchait pas (délibérément) et de plus elle n'avantageait point le commerce extérieur français, ce qui est démontré par le déficit de la balance des comptes qui n'est pas inférieur à 18 milliards de francs, pour toute l'année 1937.

Le Fonds français a certainement exercé après le mois de mai 1938 comme le Fonds anglais, une influence déflationniste sur les prix, dans la mesure où il achetait le métal jaune avec de l'argent avancé par le Trésor, et dans la mesure où celui-ci ne recourait pas après aux avances de la Banque de France.

SECTION II

Les effets sur le crédit intérieur

Les effets que peut avoir l'action cambiste d'un Fonds d'égalisation sont différents suivant qu'il s'agit d'une dotation de celui-ci, en or ou en bons du Trésor, c'est-à-dire en monnaie nationale. Avec ce dernier type de Fonds on a une certaine liberté, et si les circonstances y aident, dans la politique à suivre. Mais évidemment c'est le sens du courant des capitaux, et non les Fonds, qui est la cause profonde, la politique de l'Institut d'émission mis à part, d'une expansion ou d'une restriction du crédit intérieur.

En ce qui concerne le second type nous étudierons le Fonds anglais, en détail, et pour ce qui est du premier, on ne s'arrêtera pas à un seul exemple.

§ 1. — *Les effets des opérations du Fonds anglais sur le crédit.*

Avec l'abandon de l'étalon-or par l'Angleterre, une nouvelle politique monétaire sera appliquée : la politique de l'argent à bon marché, qui est radicalement opposée à celle pratiquée jusque là, et qui paraît bien être, encore à présent, un article essentiel de la politique économique du gouvernement anglais. Cet abandon a permis à celui-ci d'opérer une dissociation entre la politique de crédit et la politique de change.

Jusqu'en 1931, en effet, la Banque d'Angleterre, comme toute banque d'émission soumise au régime de l'étalon-or, se trouvait contrainte, dans le maniement de son taux d'escompte ou ses interventions sur le marché libre, de tenir compte de deux sortes de préoccupations : les unes monétaires, les autres économiques. Chaque fois qu'elle abaissait son taux d'escompte ou augmentait ses achats de titres sur le marché libre, elle provoquait une baisse du loyer de l'argent et par suite favorisait les entreprises désireuses d'emprunter à long et à court terme. Elle créait des conditions favorables à une reprise économique. Mais, en même temps, elle diminuait l'attrait du marché de Londres pour les capitaux étrangers. Elle provoquait la sortie des capitaux anglais et étrangers qui allaient vers d'autres marchés où les taux pratiqués étaient plus rémunérateurs. Elle déterminait par suite un affaiblissement dangereux de la devise anglaise sur le marché des changes. A l'inverse, en relevant son taux d'escompte ou en vendant des titres sur le marché libre, elle attirait les capitaux étrangers et soutenait la monnaie nationale. Mais, par contre-coup, elle renchérisait le prix de l'argent sur le marché des capitaux et gênait l'industrie déjà lourdement handicapée par la revalorisation de 1925.

Entre 1925 et 1931, cette contradiction entre les effets purement monétaires et les effets économiques de sa politique avait été la cause des graves soucis pour la Banque d'Angleterre. Celle-ci avait résolu le problème, tant bien que mal par un compromis, abaissant son taux d'escompte chaque fois qu'elle le pouvait pour réduire les charges de l'industrie et relevant ce taux seulement lorsqu'elle y était

absolument contrainte par des sorties de capitaux et d'or, de nature à ébranler la solidité de la monnaie anglaise. Le jeu d'ailleurs, bien que pratiqué avec une habileté incomparable, s'est révélé suffisamment dangereux pour provoquer finalement, avec d'autres causes, la chute de la livre en septembre 1931.

Mais à partir de septembre 1931, tout change. La politique de crédit et la politique de change sont désormais autonomes, assurées par des organismes séparés au moyen de procédés différents. Le Fonds d'égalisation s'occupe de maintenir la stabilité relative du change, nécessaire au commerce extérieur, achetant de la livre et vendant de l'or ou des devises, lorsqu'il veut empêcher la livre de baisser, vendant des livres et achetant de l'or ou des devises, lorsqu'il veut empêcher la livre de s'élever.

Et comme il dispose des moyens puissants et peut conserver le secret de ses opérations, son action a jusqu'à présent été couronnée d'un certain succès. La Banque d'Angleterre n'a plus à se soucier que de la politique du crédit interne.

Chacun de ces organismes, remplissant bien sa tâche, doit contribuer au maintien de l'argent bon marché. Et il est très important d'insister sur ce point lorsqu'on veut résoudre le problème monétaire qu'implique l'institution du Fonds d'égalisation conjuguée avec l'inconvertibilité des billets en or. La stabilité des changes est, désormais subordonnée au maintien de l'argent à bon marché et il en résulte qu'avec ce système on peut s'écarter sensiblement de l'étalon-or. En ayant présent ce fait à l'esprit, les opérations du Fonds d'égalisation anglais deviennent plus compréhensibles. Et comme l'écrit M. Norman Crumps « les opérations d'un fonds des changes même quand il fonctionne convenablement, ne peuvent pas être entièrement séparées de la politique monétaire antérieure ». (2) Ce qui signifie encore que le Fonds anglais coopère avec l'Institut d'émission et l'aide par ses opérations, dans la mesure du possible, à poursuivre la politique monétaire tracée par le gouvernement à partir de l'automne de l'année 1931. Cette coopération est illustrée par la politique

(2) Leoyd Bank Limited. *Monthly Review*, janvier 1937. Norman Crump.

de l'or pratiquée par lui depuis sa création et en l'étudiant nous verrons quel usage a fait l'Angleterre de cet instrument ingénieux.

Le mécanisme compensateur du Fonds anglais semble-rait à première vue, avoir été créé en vue d'assurer la couverture de 100 % des fonds étrangers à court terme placés à Londres et d'éviter le retour des difficultés éprouvées en 1931 par suite des répercussions des retraits d'avoirs étrangers sur le crédit interne et sur les changes. Naturellement, comme nous l'avons fait remarquer tout au début, ce mécanisme n'est pas nouveau dans son principe. Il est essentiellement analogue aux opérations sur le marché libre par lesquelles sous le régime de l'étalon-or, l'Institut d'émission pouvait compenser et compensait souvent les mouvements d'or.

Toutefois, cette manière d'envisager le rôle du Fonds en tant que mécanisme permettant d'éviter que les mouvements de capitaux à court terme n'affectent l'offre interne de crédit, appelle certaines réserves. En son absence, l'afflux de capitaux n'aurait pas pu élargir la base du crédit tant que le prix de l'or sur le marché était plus élevé que le prix d'achat légal de la Banque d'Angleterre (3), à moins que l'on n'eut autorisé celle-ci à acheter l'or à des prix plus élevés tout en continuant à le faire figurer au prix statutaire dans les situations publiées, comme cela se fait dans beaucoup de pays où il n'a pas été créé de Fonds d'égalisation distinct. Cependant, en l'absence d'un tel procédé, les entrées de capitaux auraient fait monter la valeur change de la livre, étant donné que l'ancien prix d'achat légal a été strictement observé par la Banque, il en serait résulté que la base de liquidité du système bancaire ne se serait élargie qu'à partir du moment où la hausse du change aurait été poussée assez loin pour permettre à la Banque d'acheter de l'or à ce prix. Le Fonds alimenté par des avoirs en sterling, était surtout destiné à éviter une telle hausse. De plus, au lieu de compenser l'afflux de capitaux, il semble, au contraire, qu'il ait été utilisé tout d'abord comme un moyen technique permettant précisément à cet afflux de provoquer un élargissement de la base du crédit qui, dans ces circons-

(3) 85 sh. par once d'or fin, qui resta en vigueur même après la suspension de l'obligation pour la Banque de vendre de l'or à ce prix,

lances, n'aurait pas pu se produire sans son intervention.

Dès sa création il devait collaborer à une tâche importante que s'était fixée le gouvernement anglais, à la conversion War Loan 5 %, grand emprunt de guerre. En outre de la stabilité de la livre dont il s'était chargé de l'assurer, il fallait abaisser le taux de l'argent et créer des conditions nécessaires suggérant que ce dernier durerait suffisamment pour priver les porteurs de War Loan d'autres placements au cas où ils trouveraient peu avantageux la conversion à 3 1/2 % plus la prime à eux offerte. En fait, le fléchissement du loyer de l'argent pendant le premier semestre 1932 était extrêmement rapide; c'est ainsi que le taux d'escompte fut abaissé de 6 à 2 %, les autres taux d'intérêt le suivirent. La diminution du rendement des Fonds d'Etat a été également très accusée, il tomba au-dessous de 4 %. Il fallait augmenter puis maintenir les liquidités des banques pour peser sur le loyer de l'argent et ceci la Banque d'Angleterre aurait pu le faire en faisant des opérations d' « open market ». D'une autre façon le même résultat aurait pu être obtenu, en permettant d'abaisser la proportion de la réserve de billets et monnaies aux engagements du département de Banque. « L'un de ces procédés ou la combinaison de deux, pouvait avoir un effet sur l'opinion publique qui aurait été désavantageux pour les opérations de conversion », dit M. Hall (4). Un accroissement de l'émission fiduciaire ne pouvait être fait que pour une durée de deux ans sous la responsabilité du Chancelier de l'Echiquier. Pour une durée plus longue l'autorisation du Parlement est requise. Il y avait eu déjà un accroissement de £ 15 millions qui durait depuis près d'un an. Si de nouveaux accroissements se réalisaient l'autorisation du Parlement de continuer la première augmentation fut devenue nécessaire dès 1933. S'il est probable que l'autorisation du Parlement n'aurait pas été refusée, la nécessité de la demander aurait donné une apparence temporaire à cet accroissement et il y a toujours un danger à ce qu'une augmentation de l'émission fiduciaire puisse être interprétée, soit à l'intérieur, soit à l'extérieur, comme un signe d'inflation menaçante. Une telle interprétation pouvait

(4) N. F. Hall : *The Exchange Equalisation Account*, p. 42, Mac Millan 1935, London.

élever de nouvelles craintes relativement à l'avenir de la livre, entraînant les avoirs étrangers, qui commencèrent à se constituer, à la fuite. Finalement on a fait appel à l'or acquis par le Fonds d'égalisation en même temps que la Banque d'Angleterre effectuait des opérations sur le marché libre. De février à septembre 1932, le stock de l'or de la Banque d'Angleterre, qui était resté pour ainsi dire sans changement après septembre 1931, passa de 120,8 millions à 139,3 millions de livres dont une grande partie fut cédée par le Fonds. L'émission fiduciaire s'était accrue de 19 millions dont 15 millions passèrent dans la circulation et 4 millions dans la réserve de la Banque; tandis que celle-ci augmentait de 15 millions son portefeuille de fonds d'Etat.

Le résultat de cette méthode d'augmentation de liquidités du marché en vue de garder bas les taux de l'argent et le revenu des titres du gouvernement était une indication sérieuse pour le marché que le régime de l'argent bon marché devait durer. Elle donnait une bonne impression et garantie qui n'existerait pas si on augmentait simplement l'émission fiduciaire par d'autres procédés.

Au mois d'octobre 1932 l'époque de faiblesse marquée de la livre, le Fonds vendit encore une petite quantité d'or à la Banque d'Angleterre et il la laissait tomber, quand la pression contre elle et devenue grande, sans reprendre l'or vendu à la Banque pour la soutenir. Il a préféré la hausse des changes étrangers que d'engager l'or de la Banque d'Angleterre dans la défense du sterling, ce qui aurait pu d'après lui compromettre la politique monétaire qu'on venait d'entreprendre et aussi l'avenir de la livre. En outre, malgré la chute de la livre fin 1932, le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre restait inchangé, 2 %; mais le taux d'escompte des bons du Trésor et des traites bancaires à 90 jours haussa légèrement par rapport au trimestre précédent. Le montant des billets, en circulation augmentait de 10 millions au mois de décembre par rapport au mois de novembre. Cet accroissement s'explique bien par l'accroissement des besoins de billets vers la période de Noël, mais il est contraire au principe de défense du change qui demande plutôt un rétrécissement de la circulation monétaire.

Le règlement du paiement symbolique au titre des dettes de guerre et la crise bancaire américaine provoquèrent un

important afflux de capitaux à Londres pendant le premier semestre de 1933. Le Fonds d'égalisation vendit alors des quantités d'or considérables à la Banque d'Angleterre en vue de renforcer son encaisse diminuée par suite du paiement effectué fin de 1932. Celle-ci passa de 120, 7 janvier 1933 à 190, 2 août 1933. L'influence sur le crédit intérieur ne manqua pas de se produire, mais elle fut réduite grâce à l'abaissement de 275.000 à 260.000 livres sterling de l'émission fiduciaire autorisée sans couverture, réduction évidemment bien insuffisante en comparaison avec l'afflux d'or.

La circulation effective des billets de 357,3 millions en janvier 1933 passait à 379 millions de livres en août 1933; ce qui n'est qu'une augmentation de 22 millions de livres et le reste est allé renforcer la réserve de billets du département bancaire.

Après octobre 1933, on appliqua plus strictement le mécanisme compensatoire et les réserves d'or de la Banque d'Angleterre n'augmentèrent que très peu pour atteindre 200 millions de livres au début de 1936 malgré les grandes quantités d'or qui ont été acquises par le Fonds à certains moments de cette période. Suivant les évaluations de M. Paish dans *Economica* il possédait pendant les six mois au début et les quatre mois à la fin de cette période des quantités d'or nettement supérieures, si ce n'est même le double à celles qu'il possédait durant 1932 (5). Le taux d'escompte resta immobile pendant tout ce temps malgré une baisse prononcée de la livre fin 1934 et début 1935, et il est très probable que son élévation n'eut pu être évitée que grâce à la crise du belga contre lequel une campagne était menée en Angleterre. La dévaluation de cette dernière devise affaiblit sérieusement le bloc-or et renforça la livre qui à partir de ce moment allait bénéficier d'un courant favorable de capitaux.

L'encaisse-or de la Banque d'Angleterre augmenta plus rapidement pendant les trois premiers trimestres de 1936. Elle passa de 200,2 millions en janvier 1936 à 247 millions de livres en septembre de la même année. Cette augmen-

(5) En 1932 le Fonds possédait en moyenne environ 5 milliards de francs, tandis que fin 1933 et début 1934 et aussi fin 1935 il en avait 110 milliards de francs en or,

tation devait fournir aux banques, d'une part un accroissement des réserves liquides en couverture de leurs dépôts plus importants et, d'autre part, compenser les sorties de billets de banque destinées à la thésaurisation étrangère. Celle-ci s'est réalisée sur une grande échelle depuis le printemps. L'encaisse des banques diminuait et en même temps diminuaient les dépôts de la Banque d'Angleterre par suite des retraits de billets qu'elles faisaient, de sorte que les disponibilités du marché de Londres étaient menacées, et que même une tension du crédit à court terme se produisit à laquelle il était porté remède justement par les achats d'or de la Banque qui provoquèrent une augmentation correspondante de la circulation monétaire.

En décembre 1936 après le remboursement d'un crédit français de 40 millions de livres, le Fonds d'égalisation semble s'être trouvé si dépourvu d'avoirs en sterling qu'il transféra 65 millions de livres d'or, au pair à la Banque d'Angleterre. Cette opération était entièrement dominée par le souci d'éviter une augmentation de la circulation des billets, base de crédits nouveaux, normalement, il aurait été créé £ 65 millions de billets qui auraient pu donner naissance à un montant de dépôts nouveaux en relation avec les habitudes bancaires en Angleterre. Afin de supprimer la majeure partie de cette émission et de l'inflation qui pourrait en résulter, le gouvernement anglais a décidé que les 65 millions de livres or seraient payées au Fonds à concurrence de £ 5 millions seulement en billets, le reste faisant l'objet d'une remise de bons du Trésor par la Banque que celle-ci détenait au département de l'émission. Du même coup l'émission fiduciaire sans couverture se trouvait ramenée de 260 millions à 200 millions de livres.

La capacité compensatrice du Fonds d'égalisation était de ce fait augmentée et elle lui a permis d'absorber de nouvelles quantités d'or par suite d'un mouvement ininterrompu des capitaux étrangers vers Londres, de sorte que le gouvernement anglais se trouva forcé même d'accroître sa dotation, de nouveau 200 millions de livres en bons du Trésor. Malgré les quantités d'or considérables qu'il a acquises, il ne céda à la Banque d'Angleterre depuis décembre 1936 que £ 13 millions seulement contre des billets de banque. D'après la déclaration du Chancelier de l'Echiquier du

28 juin 1937, il détenait au 30 mars 1937 26,7 millions d'once d'or fin, d'une valeur de 187 millions de livres au prix courant du marché, et en mars 1938 il possédait près de £ 298 millions. Ce montant diminué de £ 65 millions environ de sorties consécutives au rapatriement des capitaux français, à la suite du repli du franc, représente l'or stérilisé par le Fonds, n'influençant pas le crédit intérieur, et qui est la contrepartie dans une grande mesure, des capitaux étrangers afflués sur le marché de Londres.

Si on envisage maintenant toute la période depuis la création du Fonds anglais on voit encore plus nettement les effets de ses opérations et de sa politique de l'or. La réserve d'or de la Banque d'Angleterre passe de £ 120,8 millions en février 1932 à £ 326,4 millions en juin 1938, marquant une progression de £ 205,6 millions. Pendant ce temps l'émission fiduciaire s'accroissait de £ 130,6 millions passant de £ 195,7 millions en février 1932 à £ 526,6 millions en juin 1938. On voit que l'élévation du montant des billets ne correspond à celle des réserves d'or de la Banque, ce qui devrait se produire normalement, si l'on émettait des billets en contre-partie de l'or vendu pendant cette période et qui s'élevait à un montant de £ 230 millions on se rend compte alors des proportions de la thésaurisation de l'or en Angleterre.

Le fonctionnement de cet organisme a exercé une action anti-inflationniste très puissante; ceci est dû au fait que les achats d'or effectués pour le compte du Fonds d'égalisation n'entraînent aucune émission de monnaie alors que tout accroissement des réserves d'or de la Banque d'Angleterre, à part les réductions opérées de la circulation fiduciaire sans couverture, se serait traduit par une augmentation des billets. Si la masse d'or possédée par le Fonds avait été versée à l'Institut d'émission anglais, elle aurait entraîné une émission de livres et une augmentation des dépôts bancaires, la pléthore de capitaux circulant eût été alors beaucoup plus considérable qu'elle ne l'était. Elle eût pu déterminer une hausse notable des prix, correspondant selon toute vraisemblance à la baisse du change anglais.

Dans la mesure où cette thésaurisation publique est une précaution contre des mouvements soudains de capitaux

flottants, elle peut se justifier. L'accumulation à Londres de balances étrangères considérables rend, nécessaire pour l'Angleterre, la constitution d'une masse qui permette leur remboursement. Au delà de cette mesure, la thésaurisation n'a plus qu'un effet déflatoire sur les prix, mais elle ne peut être condamnée même dans ce cas si l'on tient compte du fait que, devant absorber des quantités énormes de métal monétaire, on redoute qu'il n'en résulte une inflation redoutable des crédits. Cette observation faite, la politique de contrepartie pratiquée par le Fonds anglais le constitue en réservoir entre les marchés extérieurs de crédit et la Banque d'Angleterre. Il y a là évidemment une garantie contre les mouvements précipités de capitaux, qui rend le marché anglais très indépendant, aussi indépendant que les réserves d'or sont importantes, des fluctuations de change. Il joue donc le rôle d'un amortisseur à l'intérieur contre les contre-coups extérieurs de change. Les rentrées des capitaux français après la dévaluation du franc et le repli de ce dernier en mai 1938, n'ont eu aucune répercussion sur le marché intérieur.

La structure du Fonds anglais, consistant en une combinaison ingénieuse d'« open market policy » à l'intérieur et de défense monétaire extérieure, a évité un rétrécissement de la circulation monétaire lorsque les capitaux fuyaient le marché de Londres, fin 1932 et fin 1934 et en mars 1935 parce qu'il restitue au marché monétaire, par l'intermédiaire, des bons du Trésor, les billets qu'il a reçu en échange de l'or ou devises fournis par lui aux exportateurs des capitaux.

Ensuite il a permis à la Banque d'Angleterre de s'engager dans une politique très libérale sur le marché libre, achetant des valeurs d'Etat et mettant des billets en circulation pour augmenter l'aisance du marché monétaire. L'intervention active de la Banque d'Angleterre, a été certainement l'une des causes déterminantes de l'abaissement et de la stabilité du loyer de l'argent. Mais ces deux avantages n'ont pu être obtenu quelquefois que par le sacrifice de la monnaie et il importe d'insister sur le fait qu'en Angleterre, « si on se trouve devant l'alternative de laisser baisser la livre ou de relever le loyer de l'argent, c'est-à-dire de porter atteinte à la politique de l'argent à bon marché,

on n'hésite pas à opter pour le premier terme » (6). Ce qui ressort d'une façon claire de l'évolution du change britannique, baissant entre 1932 et 1936 d'environ 20 % et des réserves d'or de la Banque d'Angleterre toujours croissantes.

On peut se demander si une telle politique pourrait être suivie en toute hypothèse, même dans le cas, par exemple, d'une sortie considérable et persistante de capitaux. Nous croyons pouvoir répondre qu'à elle seule, la technique du Fonds d'égalisation ne suffirait pas à neutraliser un tel mouvement, à moins que le Fonds n'ait auparavant stérilisé un stock d'or correspondant à celui des capitaux fugitifs. Et à ce point de vue il faut remarquer que si la politique anglaise de l'argent a été couronnée d'un réel succès, c'est grâce aux conditions particulièrement favorables dans lesquelles l'Angleterre se trouvait. Les finances saines de celle-ci, ce qui fait un contraste avec l'instabilité et l'insécurité dans les autres pays, et le crédit traditionnel dont elle jouit, l'ont transformé en un pays refuge particulièrement attrayant. Dans ces conditions elle a bénéficié la plupart du temps, d'un courant de capitaux favorable favorisant la nouvelle politique monétaire.

§ 2. — *Les Effets des opérations des Fonds d'Egalisation dotés en or sur le crédit.*

Les Fonds de ce type ont reçu à l'origine des ressources sous forme d'or libéré par la réévaluation des réserves d'or monétaire. En général, leur structure ne leur permet pas de compenser le mouvement des capitaux à court terme. En présence d'un afflux d'or, ils sont par eux-mêmes incapables d'empêcher l'expansion du crédit des Instituts d'émission.

Lors de leur création, ils ne possédaient pas d'avoirs en monnaie nationale, et devaient transférer immédiatement à l'Institut d'émission l'or qu'ils pouvaient acquérir. Ils peuvent se créer des disponibilités auprès de lui en lui vendant leur propre or. Toutefois, l'achat d'or nouveau sur le mar-

(6) F. N. Paish : *Economica*, février 1935,

ché, avec les Fonds ainsi obtenus, augmente la quantité des liquidités du marché intérieur. De même en cas de sorties de capitaux, ils ne peuvent pas empêcher un resserrement du crédit. Leurs ventes d'or entraînant à la Banque centrale, un transfert d'avoirs ou bien le Fonds les accumule à l'Institut d'émission, pendant un certain temps, mais dans les deux cas ces avoirs cessent d'appartenir au marché. La base du crédit se trouve ainsi resserrée, même si le montant total des engagements à vue de l'Institut d'émission ne subit aucune modification. On ne peut empêcher ce resserrement que si le Fonds utilise à nouveau, sur le marché du crédit les disponibilités ainsi acquises en échange de l'or qu'il a vendu. A moins que l'on n'adopte des méthodes complémentaires de ce genre, les mouvements, internationaux des capitaux flottants sont susceptibles d'avoir essentiellement les mêmes effets que le système de l'étalon-or.

Tel est le mécanisme, et les répercussions qui peuvent en résulter, et il faut souligner ici, que ces Fonds, à la différence du Fonds anglais, dont les opérations sont étroitement liées à la politique de crédit voulue par le gouvernement et qui est celle de l'argent à bon marché, ne sont pas aux services d'une telle politique. En général, leurs opérations étaient essentiellement combistes, faites uniquement en vue d'une régularisation des cours du change. C'est ce que nous apprend au moins leur expérience.

En ce qui concerne les Fonds américains et suisses, il y a peu de chose à dire. Le premier Fonds, superposé à un système assez proche de l'étalon-or, était destiné uniquement à pallier à une faiblesse prononcée du dollar en finançant par son or les sorties capitaux. Il n'est pratiquement intervenu, à cet effet, qu'une seule fois en 1935. Les brèves sorties de capitaux qui se produisirent alors, d'environ 200 millions de dollars, n'étaient pas compensées par des opérations sur le marché libre de la part du Fonds et bien que ses statuts le lui permettaient. Après cela, l'afflux presque continu de capitaux le réduisit à la passivité, et un élargissement de la circulation monétaire était inévitable. Pour éviter cet élargissement on avait recouru, d'abord à l'augmentation progressive des pourcentages des réserves légales, entre août 1936 et mai 1937. Ensuite, à partir du 20

décembre 1936 la Trésorerie des Etats-Unis applique un système de stérilisation de l'or que, bien qu'il n'ait aucun rapport avec le Fonds d'égalisation des changes, il y a lieu de mentionner ici comme un exemple de la politique de compensation poursuivie dans d'autres pays par les Fonds. Après le 20 décembre 1936, les achats d'or de la Trésorerie ne furent plus financés au moyen de la délivrance de « gold certificates » aux Federal Reserve Banks, mais par des émissions supplémentaires d'obligations du Trésor à court terme sur le marché. Par contraste avec les Fonds d'égalisation d'autres pays, ces opérations ne sont nullement effectuées en secret. L'or acheté en vertu de ce système figure séparément dans la situation journalière de la Trésorerie, sous la rubrique or inactif. Cette rubrique a monté à 1.200 millions de dollars à la fin de 1937 et au début de 1938 on en destérilise 200 millions de dollars.

Le Fonds suisse a travaillé dans de très bonnes conditions en bénéficiant d'un mouvement favorable des capitaux, ce qui lui a permis de maintenir une grande stabilité au franc suisse. Il n'a pas eu donc l'occasion de manipuler le change au profit d'une certaine politique de crédit. Le taux d'escompte, par suite de la situation favorable, s'est maintenu à 1,50 % depuis la dévaluation.

L'expérience du Fonds français est plus riche en enseignements, mais elle permet de constater que lui non plus n'était pas au service d'une politique déterminée de crédit. L'eût-on voulu qu'on n'eût pu favoriser une telle politique par les manipulations monétaires, étant donnée la situation économique et financière troublée et le déficit de la balance des comptes, qui provoquèrent des sorties importantes de capitaux et d'or. De plus, la France est un pays où l'on est foncièrement ennemi d'une politique de crédit qui exigerait le sacrifice de la monnaie à la stabilité du loyer de l'argent. Et si le franc s'est déprécié dans des proportions très grandes ce n'était point pour obéir à une politique de crédit.

En fait, le Fonds français avait maintenu pendant six mois une très grande stabilité du change, bien que la situation ne fût pas toujours la même. Le mouvement des capitaux après avoir été favorable le premier mois après la

dévaluation et la Banque acquérant 7 milliards de francs or, se renversa le mois suivant et persista dans ce sens-là. Le taux de l'escompte fut relevé en janvier 1937 de 2 % à 4 % afin de provoquer un resserrement du marché et de limiter ainsi les sorties du métal, tandis que le change restait rigoureusement stable jusqu'au début de mars. Après l'opération de juin, le taux d'escompte baisse successivement jusqu'à 3 % au début de 1938; le franc a aussi subi pendant ce temps de grandes dépréciations, par paliers successifs, non pour favoriser de telles baisses du taux d'escompte, mais protéger les réserves d'or de la France, qui étaient indispensables, vu le temps troublé.

Il faut remarquer que l'efficacité du taux de l'escompte était faible et son élévation n'a pu empêcher ou diminuer les sorties de métal, car, quand il y a un danger de dépréciation monétaire on ne regarde plus le taux de l'escompte. Dans ces conditions il n'était plus qu'un simple avertissement pour le marché, montrant la volonté de la Banque de défendre la monnaie. De plus, il n'opérait pas un rétrécissement de la circulation monétaire, malgré le fait que le Fonds accumulait à son compte à la Banque de France les francs reçus en échange des devises vendues par lui, car ce que le marché perdait il l'obtenait par la suite par l'intermédiaire des avances à l'Etat consenties, par la Banque de France. Celles-ci qui étaient de 12 milliards en octobre 1936 passèrent à plus de 40 milliards de francs au commencement de 1938, influant sur la circulation des billets, qui de 86 milliards au moment de la dévaluation passait à 93,8 milliards en 1937 et à plus de 100 milliards de francs en juin 1938.

A partir du mois de mai 1938, à l'occasion du repli du franc, on a donné au Fonds, comme l'on sait, une capacité compensatrice qui lui permettra, dans la mesure où il finance les achats d'or avec les avances qu'il obtient du Trésor, d'empêcher un élargissement de la base du crédit à la suite d'un afflux de capitaux français ou étrangers. Il se rapproche ainsi du mécanisme du Fonds anglais et comme lui, il devient une sorte d'écluse qui va empêcher, dans la mesure voulue, l'influence des capitaux étrangers sur le marché intérieur, et par conséquent, sur l'économie nationale. Et plus tard, quand les capitaux ressortiront, il les

financera avec l'or accumulé et restituera au Trésor ses avances, qui en aura besoin par suite de ces sorties.

Désormais, ce mécanisme se combinera avec la politique d'« open market » récemment introduite en France, mais il est spécifié dans le décret-loi qu'elle doit accroître, sur le marché monétaire, l'efficacité de la politique d'es-compte qui a pour but la défense de la monnaie.

BIBLIOGRAPHIE DU CHAPITRE IV

Aftalion A. — *Monnaie, Prix et Change*, 1936.

Baudin L. — *La monnaie et la formation des prix*, 1936.

Crump N. — *Leoyd Bank Monthly Review*, jan. 1937.

Jenny F. W. — Ses articles dans le *Temps financier* et la *Rev. Pol. et Parlementaire*, 1936-38.

Lazard J. P. — *Politique et théories monétaires anglaises d'après-guerre*, 1927.

Lescure (J.). — *Des crises générales et périodiques de surproduction*. Paris 1938, 5^e édit. Libr. Domat-Montchrestien.

Nogaro B. — *La Monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*, 1935.

Paish F. W. — Ses articles dans *Economica*, 1935-38.

R. J. Truptil. — *Le Système Bancaire anglais et la place de Londres*, 1935.

Discours des banquiers anglais, chaque année, dans la *Rev. E. Politique*.

DEUXIEME PARTIE

**L'Étude théorique du Système
des Fonds d'Egalisation des Changes**

L'étude théorique de ce système, en même temps qu'une comparaison avec l'étalon-or, pourra être faite en examinant la valeur intérieure et extérieure de la monnaie. Mais auparavant nous ferons ressortir, d'une façon générale les traits caractéristiques du système.

D'où trois chapitres :

Premier Chapitre : Les traits caractéristiques du système des Fonds d'égalisation des changes.

Deuxième chapitre : Le système des Fonds d'égalisation des changes et la valeur intérieure de la monnaie.

Troisième chapitre : Le système des Fonds d'égalisation des changes et la valeur extérieure de la monnaie.

CHAPITRE PREMIER

LES TRAITS CARACTERISTIQUES DU SYSTEME DES FONDS D'EGALISATION DES CHANGES

Ces organismes sont apparus après la crise financière de 1931 et l'abandon de l'étalon-or par l'Angleterre. Les promoteurs des premiers Fonds, praticiens empiriques, n'avaient eu pour but en les créant que de pallier à la crise de l'étalon-or et d'en hâter ou provoquer, peu après, le redressement. Ils apparaissent à l'origine comme un remède isolé et provisoire à l'effondrement de l'étalon-or, mais ils ne tardèrent pas à revêtir un caractère de permanence, et à se généraliser en 1936.

Par leur origine empirique et leur but ces organismes rappellent immédiatement une autre institution qui a joué un rôle assez important comme remède : la caisse de conversion, bureau de change, dont est issue le gold exchange standard, système monétaire appliqué après la Grande Guerre (1). Cette institution avait été créée dans l'Inde anglaise et dans les pays de l'Amérique latine dont l'économie à monoculture était soumise aux larges fluctuations de la récolte unique. Elle avait pour but de servir d'amortisseur entre les mouvements d'or et de devises, d'une part, et la circulation intérieure, d'autre part. Sans elle, les économies nationales à monoculture auraient été soumises à des

(1) Pour plus de détails sur cette institution se référer au livre de M. Nogaro (B.) : *Monnaie et phénomènes monétaires contemporains*, 1935.

déflations et à des inflations alternées qu'elles n'eussent pu supporter.

En même temps, elle assurait la stabilité relative de leur change. La nouvelle institution, le Fonds d'égalisation, lui ressemble donc. Mais ce qu'il y a de nouveau, en plus, c'est que des économies capitalistes complexes, recourent à leur tour à un pareil organisme. Elles recourent à lui, justement pour limiter les fluctuations des changes et pour éviter elles aussi que la masse des billets, c'est-à-dire la masse des moyens de paiements destinée à l'usage intérieur, soit soumise à des alternances d'inflation et de déflation qui causeraient de graves troubles économiques et sociaux.

L'Angleterre, les Etats-Unis, la France, la Belgique, la Suisse, etc... les uns pour une durée difficilement prévisible, les autres pour une période assez courte, ont créé une institution qui, en principe, doit servir de cloison, d'amortisseur entre l'or et les devises, d'une part, et le billet, d'autre part. Ces pays ont cherché, en d'autres termes, à mettre l'économie nationale à l'abri des fluctuations des entrées et des sorties d'or, à la soustraire aux conséquences de la politiques internationale en matière monétaire.

Le caractère empirique ne faisant pas de doute, on n'avait pas songé, au début, à bâtir au moyen de ces fonds un système original, opposé au système classique. Néanmoins on ne put manquer de trouver des analogies entre eux et certaines théories déjà anciennes. Ce sont les conditions pratiques qui ont amené les fonds; mais on essaya par la suite de les rattacher à tout un ensemble doctrinal. On a voulu les rattacher aux doctrines de Fisher et de Keynes.

Irwing Fisher avant la guerre même avait préconisé le système dit du « dollar compensé », lequel se caractérise essentiellement en ce qu'il vise à obtenir une certaine stabilité du niveau général des prix en modifiant périodiquement le contenu métallique ou la définition métallique de la monnaie nationale. Dans cette théorie on accorde la primauté à la stabilité des prix, stabilité qu'on s'efforce d'obtenir à travers les modifications de la valeur de la monnaie.

Keynes, de même, bien avant la suspension de l'étalon-or en Angleterre, avait critiqué la couverture de 100 % exigée de la Banque d'Angleterre. Il préconisait une large

marge d'émission, marge qui devait découler, non pas de l'importance de l'encaisse métallique, mais des nécessités de l'économie nationale. Keynes estimait d'ailleurs inutile d'avoir un étalon monétaire international; les changes devaient pouvoir varier librement, le commerce ayant la faculté de se prémunir contre les fluctuations excessives grâce au marché à terme. Donc, en réalité, Keynes se ralliait à un système de monnaie nationale dont la Banque d'émission s'engagerait à limiter les variations sur le marché des changes entre les limites ne dépassant pas par exemple, 10 %. On remplacerait ses écarts relativement étroits entre les points d'or par des écarts plus amples pour pouvoir pratiquer la politique de la stabilité des prix à la place de celle des changes.

On voit ainsi dans les idées de Keynes et de Fisher tous deux hostiles au système classique de profondes analogies avec le système de Fonds d'égalisation. L'acceptation de leurs idées allait entraîner une modification de la conception des Fonds. Ils allaient se généraliser et pour ainsi dire, se substituer jusqu'à nouvel ordre à l'étalon-or. Mais, précisément au moment où la notion de l'étalon-or paraît le plus s'obscurcir, où l'or va prendre en quelque sorte sa revanche. Les Fonds d'égalisation des divers pays n'ont, en effet, qu'un seul dénominateur commun l'or. Ils négocient entre eux par l'intermédiaire de l'or et l'on peut dire qu'à ce point de vue il y a une ressemblance frappante avec l'étalon-or. L'or intervient, il y a des déplacements d'or; il assure les ajustements nécessaires, il est l'élément stabilisateur.

Cependant cette ressemblance, sur ce point particulier, ne doit pas nous cacher les différences techniques entre le fonctionnement des deux systèmes, leurs propres traits caractéristiques.

L'essence même de l'étalon-or est l'existence d'une parité invariable entre la monnaie et l'or. Son adoption généralisée fait de l'or la base du système monétaire dans tous les pays. Chaque monnaie correspond à un poids d'or et

(2) La critique du « dollar compensé » voir le livre de M. Nogaro (B.); *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*, 1935.

c'est le rapport entre les divers poids qui définissent les monnaies qui détermine le rapport entre leurs valeurs : le pair est un rapport de poids. Et la conséquence en est que toutes les monnaies légales peuvent être transformées en monnaie légale, grâce à la frappe libre. Au contraire, avec le système des Fonds triomphent les parités variables. Le billet de banque n'est convertible que pour les besoins extérieurs et dans la mesure où les Fonds le veulent. Il en résulte que le rapport entre les monnaies ne sera pas très fixé.

Le caractère de fixité entre l'unité monétaire et l'or va déterminer les autres différences.

Avec l'étalon-or on se trouve en présence d'un système international qui exige une discipline et avec lui une politique internationale de la stabilité des changes qui favorise les échanges commerciaux. Les liens entre les économies nationales sont très étroits.

Au contraire, avec le système des Fonds on a rompu avec l'internationalisme. On cherche essentiellement à assurer un équilibre proprement national de l'économie, plutôt une stabilité des prix que des changes. Et on estime que le taux d'échange fixe entre les monnaies aurait peu d'importance, qu'il ne convient plus de contraindre la structure économique à suivre les fluctuations du pouvoir d'achat de l'or et ce qui importe, au premier plan, c'est de mettre un terme au trouble des prix. Evidemment, sur le plan des réalités il y a des différences à ce point de vue, chaque pays ayant une conception propre en ce domaine.

Bien que l'on s'éloigne de l'internationalisme économique et monétaire, cela ne revient pas à dire que le système des Fonds d'égalisation fasse disparaître le problème de la connexion entre l'économie nationale et les autres économies étrangères. A ce point de vue l'accord tripartite paraît bien comporter une limite au nationalisme, mais en réalité il ne rétablit en aucune façon un régime international comparable à l'étalon-or. On veut bien maintenir de bonnes relations et dans ce but éviter dans toute la mesure du possible « que des troubles puissent affecter les bases nouvelles des changes résultant de l'ajustement envisagé », mais à cela il y a une limite. Les gouvernements s'engagent à quelque chose mais en même temps ils se réservent le

droit « de tenir pleinement compte des exigences de la prospérité intérieure de leur pays » dans la politique monétaire internationale qu'ils vont pratiquer. Tenir compte de la prospérité intérieure c'est ce dont avant tout doivent se préoccuper les autorités monétaires. Mais est-ce là une préoccupation nouvelle? Il est intéressant de remarquer que naguère, on pensait servir ces « exigences », en assurant la stabilité de la monnaie, c'est-à-dire son identité avec le métal. Et sans doute, savait-on que ce métal n'assurerait pas une parfaite stabilité des prix.

Moins internationaliste que l'étalon-or le système des Fonds d'égalisation est moins nationaliste que le système du contrôle des changes. Celui-ci est une solution radicale, et de caractère très étatique, du problème monétaire, portant sur les éléments de la balance des comptes et non plus sur les moyens techniques de manipuler l'or et les devises, ce qui est une solution plus libérale.

Remarquons tout d'abord que la conséquence de l'abandon de l'internationalisme de la monnaie serait que la politique de l'escompte ne peut plus avoir qu'une influence conjoncturale. Elle ne peut plus agir sur les mouvements de capitaux et par eux défendre l'encaisse-or. Pour qu'elle puisse agir ainsi, en effet, il faut que la stabilité des changes soit indiscutée et seulement à cette condition une augmentation du taux d'intérêt sera attrayante. Dès que la sécurité monétaire est menacée, les capitaux sont guidés par des considérations toutes différentes.

Au cours de ces dernières années, on a eu souvent recours à une élévation du taux quand une monnaie se trouvait menacée. Mais du fait même qu'une telle menace existait, cette élévation perdait toute son action sur les mouvements de capitaux.

Peut-être une politique de l'escompte conjoncturale sera-t-elle de nature à défendre l'encaisse-or si celle-ci est réduite sous l'influence de facteurs conjoncturaux. Mais elle ne devra pas intervenir, la plupart du temps si les sorties d'or ont d'autres causes, purement extérieures à l'économie nationale. Et l'on sacrifiera au besoin, plutôt que de pénaliser l'économie, la stabilité de la monnaie.

On doit remarquer, aussi que la solidarité de l'étalon-or oblige tous les marchés monétaires à rétablir ensemble

l'équilibre rompu, celui-ci est obtenu en ordre principal par un réajustement des marchés receveurs d'or et une expansion du commerce international. Tandis qu'avec le système de Fonds d'égalisation il n'y a pas un résultat pareil. Chaque marché rétablit l'équilibre par ses propres moyens et comme il le peut.

Du caractère national du système des Fonds découle un autre trait caractéristique. On est en présence d'une politique d'intervention délibérée. La volonté humaine intervient; le gouvernement ne veut plus abandonner la devise nationale à un automatisme n'ayant pour objet que d'assurer l'immutabilité de la valeur de la monnaie par rapport à l'or. Il y a une indépendance nationale.

L'étalon-or, au contraire, a un certain automatisme dans son fonctionnement qui est une garantie contre une intervention arbitraire, de la part des autorités monétaires, dans l'aménagement du pouvoir d'achat intérieur de la monnaie. Les bornes d'or obligent en quelque sorte mécaniquement à prendre les mesures pour assurer une défense du change.

Un autre résultat des parités variables et du caractère national et non automatique du fonctionnement du système des Fonds est qu'il n'y ait pas une relation étroite entre l'or et les prix, qui les unit sous le régime de l'étalon-or. En effet, les conséquences que les entrées et les sorties d'or pourraient avoir sur le crédit et les circulations monétaires, ne sont pas automatiques et peuvent être neutralisées, soit par les Fonds d'égalisation, soit par l'application d'une politique de crédit. Une autre conséquence de cette politique c'est que la nouvelle production d'or n'exercera pas non plus une influence certaine sur les prix.

Un dernier trait, enfin, distingue le nouveau système de l'étalon-or, c'est qu'avec lui les opérations sont secrètes; sur leurs détails, on en est réduit aux conjonctures; tandis que sous un régime d'étalon-or les opérations s'effectuent au grand jour.

BIBLIOGRAPHIE DU CHAPITRE PREMIER

- Fisher (I.). — *L'illusion de la Monnaie stable*.
Keynes (I.-M.). — *Réforme Monétaire*, 1924.
Nogaro (B.). — *Monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*, 1935.
Ruef (I.). — *Défense et illustration de l'étalon-or*. Conférence faite, le 17 mars 1932, à l'Ecole Libre des Sciences Politiques.
Rist (Ch.). — *Essai sur quelques problèmes économiques et monétaires*, 1933.
Zolotas (X.). — *Etalon-or en théorie et en pratique*, 1933.

CHAPITRE II

LE SYSTEME DE FONDS D'EGALISATION DES CHANGES ET LA VALEUR INTERIEURE DE LA MONNAIE

SECTION PREMIÈRE

La valeur intérieure de la monnaie sous le régime de l'étalon-or

Rappelons brièvement comment elle est aménagée sous le régime de l'étalon-or, ce dernier présentant plusieurs variantes. L'essentiel de ce régime est que l'unité monétaire correspond à un poids d'or et que l'Institut d'émission est obligé de vendre et d'acheter de l'or ou des devises-or à deux taux fixes. Et c'est par le procédé de la convertibilité des billets de banque que se réalise l'aménagement de la circulation monétaire assurant la concordance entre le pouvoir d'achat de l'unité monétaire et le pouvoir d'achat de l'or. Les Instituts d'émission possèdent le droit d'accorder des crédits sous certaines conditions et d'émettre dans une proportions fixée par la loi des billets non couverts; mais ce droit est limité, en dehors de la législation de chaque pays, par les mouvements de l'or se combinant avec la convertibilité des billets de banque. Les moyens d'aménagement de la circulation employés par les Instituts d'émission sont le taux d'escompte, *instrument classique*, et l'« open market policy » introduit par certains d'entre eux après la guerre.

Le taux de l'escompte est considéré comme le moyen le plus efficace de l'action de l'Institut d'émission; le vo-

lume de ses crédits dépend du niveau auquel il maintient le taux d'escompte.

L'« open market policy » ou les opérations sur le marché libre, l'achat et la vente de valeurs effectués par l'Institut dans le but d'amener une expansion ou une réduction de la circulation monétaire, joue comme régulateur un rôle subordonné.

Mais ces deux moyens ne peuvent être pratiqués, sous le régime de l'étalon-or, d'une façon arbitraire dans l'aménagement de la circulation et par conséquent du pouvoir d'achat de la monnaie. Ils n'agissent que dans les limites assez étroites, à cause de la réaction, qu'on considère comme automatique, des mouvements d'or et de marchandises. Une politique de crédit trop libérale ou restrictive par exemple, favorisant un accroissement notable de la circulation ou une réduction et une hausse du niveau général des prix ou une baisse provoquerait, à moins d'erreurs graves commises par la Banque, des réactions capables de contrecarrer cette politique.

L'or, en effet, a un pouvoir d'achat à peu près égal dans tous les pays à l'étalon-or. De même, un billet de banque convertible en or doit avoir dans les mêmes pays un pouvoir d'achat identique ou ne doit pas différer profondément d'un pays à l'autre.

Maintenant, si dans un pays donné, étant donnée la liberté des mouvements de l'or, le pouvoir d'achat de l'or, par conséquent de la monnaie, était inférieur à ce qu'il était ailleurs, autrement dit, si les prix y étaient plus élevés, le métal n'y resterait pas. Il irait naturellement là où il pourrait exercer son pouvoir d'achat le plus élevé. Evidemment d'autres facteurs peuvent l'influencer et changer sa direction, mais il en est généralement ainsi.

Quelles sont les réactions qui vont se produire? En effet, lorsque l'abaissement ou le relèvement du taux de l'escompte, appuyé sur l'« open market policy », a produit dans un pays à « étalon-or » une augmentation ou une restriction arbitraire de la circulation monétaire, la hausse ou la baisse du niveau général des prix qui s'ensuit va provoquer entre ce pays et les autres pays à étalon-or des mouvements d'or et de marchandises, influençant le taux d'escompte, qui ramènent la circulation et les prix à leur ni-

veau normal. La modification du taux d'escompte est considérés comme quasi automatique, provoquée par l'afflux ou la fuite de l'or et elle agira sur le niveau général des prix, par l'intermédiaire de la circulation monétaire et du crédit, dans le sens de la hausse ou de la baisse suivant les cas, jusqu'à ce que l'équilibre soit rétabli :

En général, les mouvements d'or et le souci de maintenir la convertibilité du billet de banque entre les gold-points très proches imprimeront au taux d'escompte des variations d'une rigueur et d'un automatisme plus ou moins grands suivant les circonstances. Dans des conditions normales, et l'on cite généralement la période d'avant-guerre, les variations du taux d'escompte ne doivent pas gêner les besoins du crédit et par suite, la prospérité d'un pays. Mais dans la période de l'après-guerre caractérisée par des troubles dans la vie économique est un élément très défavorable pour l'étalon-or, la politique traditionnelle de l'escompte rencontra des oppositions plus ou moins grandes suivant les pays. Les mouvements désordonnés des capitaux obligèrent à de fréquentes variations du taux d'escompte qui gênent les affaires des commerçants et des industriels, et qui, par ailleurs, étant donnée la rigidité plus grande des prix, sont moins efficaces pour rétablir l'équilibre classique. Dans ces conditions on chercha, dans des pays comme l'Angleterre, à faire échec à cette politique, à relâcher la discipline du taux d'escompte, en retardant jusqu'au dernier moment son élévation, et en maintenant aussi, par les opérations sur le marché libre, les disponibilités nécessaires à ce dernier que les fuites de l'or réduisent peu à peu. Mais l'obligation de défendre la monnaie et de la maintenir à la parité fixée par rapport à l'or oblige finalement à le relever et, partant, à renchérir le crédit.

La liberté de la Banque d'émission en matière de crédit, d'aménagement du pouvoir d'achat de la monnaie, se trouve ainsi freinée par les obligations qui découlent du régime de l'étalon-or qui impose une sorte de solidarité internationale. Et cette solidarité peut quelquefois être nuisible. C'est ce qui arrive, en cas de maniement arbitraire du taux d'escompte. Un pays économiquement fort pourrait, par exemple, par une hausse arbitraire et persistante de celui-ci imposer une déflation des prix et une fuite d'or

aux autres pays qui peuvent compromettre leur économie. Toutefois, ce qui est vrai pour la politique de hausse du taux d'escompte cesse de l'être par rapport à une politique arbitraire de baisses dudit taux. Dans ce dernier cas le pays qui la pratique se verra perdre son excédent d'encaisse-or grâce aux réactions qui se déclenchent, et doit finalement ajuster sa politique d'escompte à la réalité des choses.

Notons en terminant que l'aménagement quasi automatique du pouvoir d'achat de la monnaie sous le régime de l'étalon-or effectif est fortement atténué sous le régime du Gold-Exchange Standard. Il est, en effet, trop exposé dans ce cas à des interventions arbitraires, d'autant plus puissantes que le système est adopté par un plus grand nombre de pays, tandis que le nombre des pays à étalon-or effectif est en même temps plus restreint. De plus il y a des restrictions ou de manque de réciprocité dans les conséquences des mouvements des devises-or.

SECTION II

Les fonds d'égalisation et la valeur intérieure de la monnaie

Dans ce système, à part le dollar, les monnaies ne représentent plus un poids d'or invariable. Tantôt, aucune parité légale n'est déterminée, aucune référence à l'or n'est donnée, c'est le cas de la livre, du florin et du franc français actuellement. Tantôt la valeur de la monnaie varie dans d'assez larges limites déterminées, comme c'est le cas pour le franc suisse et comme c'était pour le franc français au début.

Dans ce dernier cas les points d'or sont élargis comme le proposait M. Keynes.

Quelles sont maintenant les possibilités théoriques de l'aménagement de la valeur intérieure de la monnaie avec ce système? Elles tiennent, tout d'abord, au fait que les limites des fluctuations de la monnaie sont très élargies ou qu'elles n'existent point du tout; ensuite au fait que le fonds d'égalisation est ou non à mécanisme compensatoire.

Ici et à la différence de l'étalon-or, où les points d'or sont très proches, les autorités monétaires ont une liberté d'aménagement très large. Elles sont affranchies de l'obligation d'assurer une stabilité rigoureuse des changes et elles peuvent par conséquent développer et régulariser plus librement le crédit intérieur selon les besoins de l'économie nationale. Les moyens d'action de l'Institut d'émission sont les mêmes; le taux d'escompte et « l'open market policy »; mais l'objet poursuivi est peut-être différent selon les conceptions que chaque pays a en matière de crédit. Et l'on doit noter que l'« open market policy » dans les pays où il est en usage, est utilisé plus largement que sous l'étalon-or. Au lieu de s'inspirer maintenant exclusivement de la proportion de ses réserves à ses engagements, la Banque peut tenir compte sinon exclusivement du moins principalement de la situation économique. A la politique traditionnelle du régime de l'étalon-or, qui impose à la Banque le souci dominant de maintenir la convertibilité de son billet à un taux fixe et pour cela de défendre son encaisse-or, la Banque peut ainsi substituer une politique de conjoncture.

Voyons maintenant les réactions intérieures provoquées par les mouvements d'or. Celles-ci peuvent être plus ou moins différentes, et quelquefois même n'avoir rien d'identique avec celles provoquées par les mêmes mouvements sous un régime d'étalon-or, suivant qu'on est en présence d'un afflux ou d'une sortie du métal et aussi suivant que le fonds est ou non à mécanisme compensatoire.

Un afflux de capitaux provoque toujours une augmentation de la circulation, c'est-à-dire un élargissement de la base de crédit intérieur, et une baisse du taux d'escompte, si le fonds d'égalaion du pays où il se produit est doté originairement en or; tandis que les effets peuvent être différents si le fonds est doté en bons du Trésor. Ce dernier suivant la politique qu'on entend pratiquer, a le choix de placer son papier du Trésor soit sur le marché libre, soit à l'Institut d'émission. Ces deux méthodes produisent un effet différent sur le marché national. Si les bons du Trésor sont placés à l'Institut d'émission, il en résulte un élargissement du marché monétaire, à moins que l'Institut d'émission ne fasse diminuer en même temps et d'un montant égal ses autres placements. En échange du papier qu'il lui remet, le fonds reçoit de l'argent de l'Institut

d'émission; sous forme de billets de banque ou d'un avoir en compte-courants. Avec les sommes dont il va disposer il achète des devises étrangères, et la circulation monétaire va augmenter, l'escompte baissera, et le niveau général des prix haussera.

Maintenant, il se peut que ceux qui gèrent le fonds estiment qu'un tel élargissement monétaire est désirable. Le bas taux de l'argent qui en résulte et la facilité d'accorder des crédits à court terme à la vie économique peuvent constituer une puissante ressource pour une politique de réflation, par laquelle il faut entendre tout élargissement monétaire qui corrige les conséquences d'une déflation antérieure, sans produire, de son côté, une nouvelle perturbation dans l'équilibre économique. Il y a des circonstances où une telle politique de réflation est parfaitement nécessaire et défendable et où l'afflux de l'argent provenant de l'étranger au fonds permet de tendre une aide à une telle politique. Il est certain qu'en tout cas le placement du papier du Trésor à l'Institut d'émission, a pour effet de favoriser la réflation.

Maintenant, lorsque le capital qui afflue de l'étranger a l'intention de chercher un emploi durable dans le pays du fonds d'égalisation, que pour des raisons de redressement économique on n'y voit pas d'un mauvais œil un certain élargissement de la circulation monétaire, il n'existe aucun motif de ne pas financer avec l'argent de l'Institut d'émission l'achat des devises étrangères effectué par le fonds.

Toutefois, le cas est différent, lorsqu'on a affaire à un capital fuyant typique qui disparaît au moindre signal d'alarme. En ce cas on peut préférer, si on a le choix, à neutraliser les effets de ces capitaux. Il est évident que dans ce cas le fonds d'égalisation doit placer ses bons sur le marché libre. Il peut se faire qu'on parvienne à une complète neutralisation dans le cas où le vendeur des devises achète, avec l'argent obtenu, des bons du Trésor du fonds d'égalisation. Il n'y aura donc pas de répercussions habituelles d'un afflux d'or ou des capitaux sur la circulation et par conséquent sur le taux d'escompte et les prix.

Mais dans la mesure où ces bons du Trésor parviennent aux banques commerciales, ils augmentent leur porte-

feuille-titres et leurs exigibilités, au titre des dépôts, tout en laissant intactes leurs réserves liquides. Cela peut être gênant pour les banques qui travaillent avec un « cash ratio » déterminé par rapport à leurs capitaux étrangers. comme cela a lieu en Angleterre, ce « ratio » diminue dans ce cas, cette situation pourrait amener les banques, dans le but d'augmenter leur « cash ratio », à limiter les autres placements en haussant un peu le taux d'intérêt. Par la nature des choses cela serait indésirable, vu que dans ce cas l'afflux des capitaux fuyants serait compensé et même au delà. Surtout en Angleterre où les banques se considèrent comme étant obligées par habitude d'avoir en caisse un certain pourcentage minimum. La situation est différente dans les pays qui ne s'en tiennent pas à des pourcentages fixes. Mais il est possible de porter remède à cette difficulté d'une manière assez simple. Dès que le fonds remarque un certain resserrement sur le marché monétaire, après l'afflux des capitaux fuyants, il pourrait l'annihiler, en faisant appel au marché libre pour une partie seulement du papier du Trésor, et en plaçant l'autre partie à l'Institut d'émission. Dans ce cas seulement, une compensation effective exigerait une collaboration certaine de l'Institut d'émission. Le fonds peut aussi remédier à cette situation en cédant une partie de l'or acquis à l'Institut d'émission.

En cas de sortie de métal les réactions sont les suivantes : le fonds a d'abord un moyen d'éviter, au moins pendant un certain temps, les sorties d'or. Il est toujours placé devant une alternative : laisser glisser la monnaie nationale jusqu'au point de sortie d'or ou livrer de l'or par l'intermédiaire de la vente de devises. Dans le cas où il n'y a pas de limites le fonds est libre d'effectuer une baisse encore plus grande. Il peut donc, en laissant, le cas échéant, les devises étrangères monter de quelques points, éviter une sortie d'or. Tandis que, avec l'étalon-or, il faut livrer de l'or dès que l'on approche du point de sortie qui est extrêmement rapproché. En faisant cela, le taux de l'es-compte peut ne subir aucun changement et c'est très souvent pour le maintenir stable qu'on le fera mais le change peut plus ou moins, selon l'importance de la baisse, influencer sur le niveau général des prix dans le sens d'une hausse.

Lorsque le fonds est à mécanisme compensatoire il peut

laisser tout simplement partir l'or, sans abaisser la devise nationale, qui était auparavant stérilisée. Dans ce second cas, malgré la sortie d'or la circulation monétaire ne diminuera pas et le taux d'escompte ne subira pas non plus de changement, car le fonds remettra au marché les billets de banque qu'il a reçus, en souscrivant ou en rachetant les bons du Trésor qui se trouvent sur le marché.

C'est pour cette situation, on le voit, que le système des points d'or élargis, déterminés, ou indéterminés, est destiné et, dans une certaine mesure, présente vraiment de l'utilité. Dans des conditions normales on atteindra le but recherché, on arrêtera les sorties d'or et on n'élèvera pas le taux d'escompte et la banque d'émission peut continuer à maintenir les facilités de crédit à l'économie nationale. Et même dans le cas où un autre pays élève le taux d'escompte cette élévation peut ne présenter aucun inconvénient car elle ne déterminera pas, les effets du régime de l'étalon-or. La fuite de l'or du pays qui ne le suit pas et qui maintient un taux d'escompte constant ne se produira pas car ce pays élèvera le prix d'achat et de vente d'or, ce qui ne favorisera pas la fuite des capitaux qui peuvent ainsi perdre dans l'opération, étant donné que les changes ne sont très stables que sous un régime d'étalon-or. Car il suffira quelquefois d'une légère variation pour annihiler les bénéfices escomptés par les capitaux qui veulent s'expatrier pour un placement à court terme à l'étranger.

Mais lorsque le point de sortie de l'or est atteint ou, dans le cas où il n'y a pas de limites, lorsque les autorités ont décidé de ne plus céder, ce qu'elles ne peuvent faire qu'en assurant la convertibilité de la devise en or, les sorties d'or se produiront et provoqueront des réactions intérieures plus ou moins identiques à celles de l'étalon-or : le rétrécissement de la circulation monétaire, la hausse du taux de l'escompte et le niveau des prix sous l'influence du change ou peut-être il restera stationnaire ou subira une baisse selon les circonstances.

Maintenant il se peut que l'on veuille éviter certaines conséquences, et surtout la hausse du taux d'escompte, en persistant dans une politique de conjoncture, soit que l'Institut d'émission remette par des opérations sur le marché libre les disponibilités retirées par la sortie des capitaux,

soit que le fonds d'égalisation rachète ses bons placés auparavant, mais alors on diminue la résistance de la monnaie nationale sur le marché des changes. Les réserves d'or ne résisteront pas non plus à moins que l'on veuille faire subir à la monnaie nationale de nouvelles amputations.

On voit bien qu'avec ce système l'Institut d'émission a une plus grande liberté d'aménagement de la valeur intérieure de la monnaie. Il peut dans les limites indiquées faire varier le prix d'achat et de vente de l'or, au lieu du taux d'escompte. Il augmenterait, en conséquence, son prix d'achat s'il veut attirer le métal jaune, et il baisserait le prix de vente s'il veut, au contraire, favoriser son exode. Dans ces conditions les changes variant dans des proportions plus grandes, pourraient entraîner des oscillations irrationnelles du pouvoir d'achat qui, constituant le revers de la médaille, n'en présenteraient pas moins des inconvénients autrement graves. Par contre les risques provenant de ces oscillations de changes empêcheraient la plupart du temps les capitaux à court terme, à moins que la défiance à l'égard de la monnaie nationale, ne soit très grande, d'aller s'investir à l'étranger.

Il est évident qu'avec une telle politique l'automatisme de l'étalon-or s'efface et disparaît encore davantage, sinon tout à fait, lorsque fonctionne un fonds à mécanisme compensatoire, qui comme un filtre, règle le volume de crédit étranger attaché à une entrée ou à une sortie d'or. En un mot, une sorte de politique dirigée de l'or peut être appliquée.

Dès lors, il apparaît clairement que ce système assure une autonomie appréciable en matière de contrôle du crédit et de la monnaie dans les pays où il fonctionne, mais par contre il a le défaut de sacrifier la stabilité des changes, certainement nécessaire au développement normal des relations économiques internationales, de laisser très souvent de côté les vases communicants entre les divers marchés monétaires, pour une politique monétaire nationale et de conjoncture, de stabilité des prix. Celle-ci d'ailleurs peut être troublée par les variations du change.

Dans l'ensemble, à part des exceptions, les mouvements d'or ne produisent pas avec ce système les mêmes réactions sur le plan intérieur et international, que sous le ré-

gime de l'étalon-or. Il n'y aura pas la plupart du temps une discipline du taux d'escompte, un rétrécissement ou un élargissement de la circulation monétaire, et le mouvement du niveau des prix peut être souvent contraire à ce qu'exige l'étalon-or et sur le plan international les divers équilibres ne se feront pas. Cela tient au rôle prépondérant du change, au fait que certains fonds vont stériliser l'or et à l'objectif souvent différent de la politique du taux d'escompte. En réalité les choses se sont passées ainsi et de plus l'insécurité politique et économique dans le monde a beaucoup contribué à une évolution dans ce sens.

En fait, le système a été plus ou moins mis à profit par les divers pays. L'Angleterre en a profité au maximum. Elle a poussé très loin la politique conjecturale de la stabilité des prix et de l'économie nationale. La politique de crédit a été nettement orientée vers l'argent à bon marché, considéré comme le moyen par excellence de lutter contre la baisse des prix et la dépression économique. Pour Keynes, par exemple, maintenir l'argent bon marché doit être le souci primordial de l'Institut d'émission qui, pour y parvenir, ne doit pas hésiter à recourir aux « open market » opérations à outrance. C'est là sans doute une position extrême, mais nombreux sont ceux qui estiment indispensable de maintenir les taux d'intérêt bas et stables, toute autre considération passe au second plan. C'est ainsi qu'on avait sacrifié la livre, à cet objectif, jusqu'en 1935 plutôt que de pénaliser l'économie. Ensuite, en vue d'éviter toute influence néfaste des capitaux étrangers vagabonds sur le crédit intérieur et partant sur l'économie nationale, le Fonds anglais a stérilisé de grandes quantités d'or.

Les autres pays ont plus ou moins mis à profit ce système mais ils ne sont pas allés très loin. Mais la stérilisation de l'or, est, on peut dire, un phénomène général dans le monde, qu'elle soit faite par les fonds ou par d'autres méthodes, et ainsi des quantités d'or importantes se sont vues refuser tout effet sur le crédit. Les Etats-Unis et l'Angleterre sont allés très loin dans cette voie. De ce fait les diverses réactions existant sous le régime de l'étalon-or sont paralysées. La production de l'or qui était autrefois le régulateur suprême en matière de crédit ne fonctionne pas non plus. La baisse de 40 % de la livre sterling, c'est

à-dire de la monnaie du principal marché de l'or, a provoqué une hausse de 66 % du prix du métal, libellé en cette monnaie. Cette élévation du prix de l'or a encouragé dans des proportions jusque là inconnues, la production aurifère, lui ôtant le rythme qui tantôt freine, tantôt favorise l'expansion du crédit dans le monde, suivant qu'on se trouve en temps de prospérité ou de dépression. Donc étant donné le phénomène général de la stérilisation, le système monétaire actuel n'a pas favorisé une inflation à l'échelle mondiale, comme l'a fait le Gold Exchange Standard à l'époque où il a été pratiqué.

BIBLIOGRAPHIE DU CHAPITRE II

- Baudin (L.). — *La monnaie et la formation des prix*, 1936.
Keynes (I.-M.). — *La Réforme Monétaire*, 1929.
Nogaro (B.). — *Monnaie et phénomènes monétaires contemporains*.
Wolf (R.). — Les articles sur les Fonds d'Egalisation parus dans la *Rev. E. Politique*, mars-avril 1937.
Zolotas (X.). — *L'étalon-or en théorie et en Pratique*, 1933.

CHAPITRE III

LE SYSTEME DE FONDS D'EGALISATION DES CHANGES ET LA VALEUR EXTERIEURE DE LA MONNAIE

SECTION PREMIÈRE

Les Gold Points

§ 1. — *Etalon-or*

Sous le régime de l'étalon-or les monnaies sont directement ou indirectement liées à un certain poids d'or contre lequel elles sont convertibles. La valeur de l'unité monétaire de chaque pays correspond à la valeur du poids d'or contre lequel elle est remboursable. Les rapports de change des monnaies s'établissent donc en raison de la quantité d'or qui correspond à chaque unité monétaire; les rapports constituent les parités métalliques des diverses monnaies. Mais des parités ne représentent que les rapports normaux des différentes monnaies entre elles. Les valeurs effectives des monnaies-papier ainsi que des titres payables en ces monnaies peuvent varier au-dessus et en dessous des parités métalliques. La marge de ces variations est toutefois strictement déterminée, et c'est précisément en cette propriété là que réside le grand avantage de l'étalon-or en tant que système monétaire international. En effet, les fluctuations des prix des monnaies étrangères, c'est-à-dire le cours du change, sont limitées en haut et en bas par ce que l'on appelle les gold-points. Leur distance est mesurée par les frais de transport et d'assurance de l'or. Et le cours du

change ne peut jamais s'écarter du pair métallique à la hausse ou à la baisse plus que la valeur des frais de transport et d'assurance de l'or qui doit être employé comme moyen de paiement.

Sous le régime de l'étalon-or pur, les gold-points remplissent deux rôles :

D'abord ils reflètent l'état de la balance des comptes à un moment donné. Si le cours du change s'élève au-dessus de la limite qu'on appelle gold-points de sortie, cela signifie, la plupart du temps que la balance des comptes est en déficit. Il devient avantageux, dans ce cas, pour effectuer des paiements à l'étranger, d'expédier de l'or au lieu d'effets. Par contre, si le cours du change tombe au-dessous de la limite du gold-point d'entrée cela signifie que la balance des comptes est en excédent. Et il sera profitable pour l'étranger d'effectuer ses paiements en or au lieu de le faire en effets sur l'intérieur. Ce mouvement est renforcé par les banques au moyen de l'arbitrage qui exploite les différences existantes entre les cours du change sur les divers marchés monétaires. Les courants d'or internationaux restreignent donc les fluctuations des cours des changes autour des parités métalliques.

Les gold-points sont encore un indice que la banque d'émission va hausser ou abaisser le taux d'escompte pour arrêter les sorties d'or dûes à un déficit de la balance des comptes, ou, au contraire, les favoriser.

Ainsi, par ce mécanisme l'étalon-or, lorsqu'il est adopté par un grand nombre de pays assure la stabilité des changes, c'est-à-dire les rapports entre les diverses monnaies. La petite distance entre les gold-points favorise les mouvements des capitaux qui est évidemment un avantage en temps normal, mais elle devient au contraire un inconvénient lorsque les capitaux se déplacent massivement, sous l'influence des facteurs psychologiques, d'un centre à l'autre qu'ils troublent.

Avec le Gold-Exchange Standard, variante de l'étalon-or, la distance entre les gold-points est plus petite grâce à l'emploi des devises; et elle disparaît complètement en cas de virement de crédit d'un Institut d'émission à un autre.

Le commerce international bénéficie donc sous le régime de l'étalon-or d'une grande stabilité des changes. Et les pla-

cements des capitaux à court et à long terme sont favorisés et, garantis contre tout risque venant des oscillations des changes, ils sont même attirés par de légères augmentations du taux d'escompte.

§ 2. — *Les Fonds d'égalisation des changes*

Le système fonctionne avec deux modalités : la valeur d'une monnaie est définie entre deux limites très éloignées ou il n'y a même aucune référence à l'or. Dans le premier cas les gold-points extrêmes sont les deux limites fixées par la loi et il y en a d'autres qui sont constitués par les interventions du Fonds d'égalisation; tandis que dans le second cas, les interventions du Fonds d'égalisation constituent des gold-points. Avec la première modalité on est plus explicite, mais au fond elles ne doivent pas différer si dans le second cas le Fonds d'égalisation reçoit pour instruction de ne pas laisser la monnaie fluctuer au delà de certaines limites. On a quand même avec cette dernière modalité une plus grande liberté et ce, dans ce sens, que lorsqu'il s'agira de modifier profondément la parité on ne prendra pas la peine de supprimer d'abord les deux points d'or extrêmes.

Quoi qu'il en soit, dans les deux cas il y a des possibilités d'amples variations de la valeur de la monnaie et la stabilité de celle-ci n'est assurée que dans la mesure où les autorités monétaires le jugent opportun ou possible. Elle peut, si tel est leur désir, être plus absolue que sous le régime de l'étalon-or; on a vu, par exemple, le Fonds d'égalisation français maintenir pendant plusieurs mois la monnaie à un cours immuable, en sorte que les oscillations dans la limite des gold-points se trouvaient elles-mêmes supprimées. Mais la tactique qui a prévalu, en général, consiste au contraire à laisser au change une liberté de mouvements relative et à n'intervenir que pour empêcher des fluctuations jugées excessives en ce cas celles-ci dépassent évidemment dans des proportions parfois importantes les limites des *gold-points* de l'étalon-or.

Les oscillations du change entre les points d'or extrêmes reflètent comme celles en régime d'étalon-or l'état de la balance des comptes et elles constituent même un meilleur thermomètre, dans ce domaine, mais par contre, en

général, elles ne seront pas un indice automatique que l'Institut d'émission remaniera son taux d'escompte.

Les points d'or de ce système ont un but tout différent de celui des points d'or de l'étalon-or. Etant donné leur éloignement ils permettraient de remédier souvent à des exportations de capitaux, même importantes, puisque ces exportations de fonds effectuées au détriment du pays considéré auraient à supporter une importante perte au change, si les autorités monétaires le désiraient. Les placements à court terme de capitaux seront totalement découragés car il suffit d'une variation du change pour leur faire annuler au retour tout le bénéfice acquis à l'étranger. Et ceux à long terme ne seront pas dans une meilleure position. Mais une telle élasticité des changes comporterait évidemment le grand risque de devenir une cause indépendante d'inquiétants transferts de capitaux. Et en fait, souvent, les exportations des capitaux se sont faites sous l'influence des facteurs psychologiques inspirés par l'incertitude monétaire et la crainte d'une dépréciation accentuée de la monnaie. La cote des changes joue un grand rôle aujourd'hui et le public s'intéresse davantage à elle qu'au pouvoir d'achat de la monnaie à l'intérieur.

Ensuite, la possibilité et la perspective d'amples variations seraient de nature à nuire au commerce en créant des perturbations dans la couverture des échanges commerciaux, que ceux-ci se refuseront de courir le risque. Ce danger a été clairement exprimé par les divers experts, à propos de la question des changes, réunis en 1936 sur l'initiative de la Chambre de Commerce Internationale et de la Dotation Carnegie (1).

Les partisans des changes souples, points d'or élargis avec un Fonds d'égalisation où ce dernier seulement qui voient en eux un moyen de réaliser à chaque instant par les variations des changes, un meilleur équilibre international, admettent eux-mêmes leurs inconvénients en ce qui concerne le commerce international. Mais, ils disent immédiatement que le marché à terme actif évitera tout risque à ceux qui ne veulent pas en courir et que l'homme d'affaires, sans esprit de spéculation, mais alerte, ne subira aucun

(1) Le rapport du Docteur H. D. Henderson, au Comité Mixte,

inconvenient dans ses transactions internationales. « Ce qui est désastreux, c'est un change certain plutôt qu'un change incertain, lorsqu'il se joint à l'incertitude au sujet de son exacte mise à jour » (1 bis). Pour eux encore, la suppression de l'étalon-or et de son mécanisme rigide entraîne par elle-même la disparition des offensives, concertées ou non de la spéculation sur telle ou telle monnaie; et de ce fait, on ne pourrait plus jouer la dévaluation ou la chute d'une monnaie. La prévision d'accidents monétaires serait presque impossible. Evidemment, lorsque l'étalon-or n'est plus universel il est plus facile à la spéculation, profitant d'éléments matériels favorables, de jouer contre une monnaie-or.

En conséquence, ils envisagent de faire intervenir sur le marché des changes les Instituts d'émission ou bien les Fonds d'égalisation de changes. La contrepartie serait ainsi assurée pour toutes les transactions.

Le caractère secret des opérations des Fonds d'égalisation, et partant, l'ignorance où l'on se trouve en ce qui concerne l'étendue de leurs réserves, serait un obstacle de plus à toute velléité, même camouflée, de la spéculation. Celle-ci au besoin pourrait être exclue du marché qui serait exclusivement réservé aux opérations d'arbitrage et de couverture des transactions commerciales. Ainsi, une possibilité d'assurance aurait été donnée au commerce extérieur.

Le mécanisme du marché à terme, dont l'organisation, comme dit M. Keynes (2), ne se heurterait à aucune raison théorique, fonctionnerait-il convenablement en donnant satisfaction au commerce extérieur? Il est permis d'en douter. Et la grosse objection qu'on puisse faire contre le marché des changes à terme c'est que souvent il y aurait pour une monnaie un tel écart entre le taux du comptant et le taux du terme monétaire que le risque de change serait inférieur au prix de l'assurance. L'incertitude quant à la valeur future de la monnaie risque en effet constamment de déprimer le taux de changes à terme, d'abord par l'intermédiaire de la spéculation à la baisse, ensuite par l'atti-

(1bis) F. D. Graham : *Le rang de l'or parmi les standards monétaires de l'avenir*. R. E. Int. sept. 1936.

(2) I. M. Keynes : *La Réforme monétaire*, 1924, p. 157, trad. de Paul Frank.

tude même du commerce international, qui en prévision d'un fléchissement important d'une monnaie, s'abstient de couvrir ses engagements.

Ensuite en ce qui concerne l'intervention de la Banque d'émission ou du fonds d'égalisation sur le marché des changes, son efficacité serait assez douteuse et on gaspillerait seulement les ressources. Car si l'écart entre le comptant et le terme est grand cela prouve que la confiance en la stabilité de la monnaie est ébranlée. Il serait donc le symptôme d'une méfiance qui malgré le fait que la monnaie n'est pas liée à un poids d'or déterminé pèse sur les cours du change. Et l'histoire du franc après qu'il eût été contrôlé par un fonds d'égalisation est trop instructive pour ne pas servir de preuve. L'écart entre le taux du comptant et le taux du terme a souvent atteint au moment des crises, le taux de 35 %.

En définitive le système des Fonds d'égalisation, avec les points-d'or ou sans eux, ne peut pas assurer une stabilité des changes à terme comme l'étalon-or.

Le rôle des facteurs psychologiques et bien plus grande avec lui. L'intervention de l'Etat, sous la pression de certains intérêts, sur le marché des changes est toujours possible et dans le cas d'une crise passagère de son crédit l'influence sur les cours du change bien plus certaine.

L'étalon-or exclue, au contraire tout intervention de la part de l'Etat dans ce domaine.

SECTION II

Les Ajustements avec l'Extérieur et la Balance des Comptes

§ 1. — *L'étalon-or*

Dans le régime de l'étalon-or classique, l'ajustement des prix nationaux avec ceux de l'étranger et celui des balances des comptes se faisait au moyen des mouvements d'or et du maniement du taux d'escompte.

La disparité des prix influençant la balance des comptes, celle-ci est tantôt en excédent, tantôt en déficit.

Ces situations sont corrigées par l'intervention des forces qui tendent à toujours rétablir un équilibre.

Les envois d'or servent à compenser les déséquilibres passagers de la balance des comptes, sans qu'aucune perturbation appréciable des changes se soit manifestée. Ceux-ci, comme on le sait, se meuvent entre les gold-points et leur influence sur la balance des comptes peut être considérée comme négligeable.

Pour arrêter une fuite importante du métal et remédier en même temps à un déséquilibre temporaire de la balance des paiements on fait jouer le taux d'escompte. L'élévation de celui-ci va attirer les capitaux étrangers, qui voudront profiter du taux d'intérêt plus rémunérateur que chez eux, en même temps qu'il va arrêter l'exode des capitaux nationaux et de l'or national. C'est surtout cet instrument qui améliore rapidement et efficacement un déséquilibre passager.

Mais s'il s'agit d'un déséquilibre plus profond qui exige une révision générale des conditions de l'équilibre économique interne du pays, s'il s'agit d'une réadaptation du niveau des prix alors il y aura action plus profonde des mêmes facteurs qui tendront à rétablir l'équilibre.

Si les prix sont très élevés dans un pays et pour quelque cause que ce soit, ils mettront par l'intermédiaire des échanges internationaux, la balance des comptes en déficit et pour payer celui-ci il faut nécessairement envoyer l'or à l'étranger. Et cet or sortira jusqu'à ce que les réactions intérieures et extérieures ne rétablissent l'équilibre. Une de ces réactions est la hausse du taux d'escompte qui va agir rapidement et plus efficacement sur les prix intérieurs que les mouvements d'or. Il agira sur le crédit et ainsi il va renforcer la baisse du niveau des prix déjà provoquée par les mouvements d'or. Et lorsque la baisse des prix sera suffisante, elle va stimuler les exportations et entraver les importations; de cette manière sera réalisé l'équilibre de la balance des comptes et des prix intérieurs avec les prix extérieurs.

Au contraire, lorsque la balance des comptes est en excédent, les réactions contraires apparaîtront qui vont rétablir l'équilibre.

Avec l'étalon-or tel qu'il fonctionnait avant la guerre il existait une solidarité étroite entre les divers marchés monétaires du monde et ceux-ci obéissaient à la discipline

de l'étalon-or. Les marchés receveurs d'or augmentaient la circulation monétaire qui, abaissant le taux d'escompte, faisait hausser les prix et ceux-ci contribuaient à l'augmentation des importations et à la diminution des exportations, aidant ainsi les marchés qui perdaient de l'or. Ces derniers en cas de pertes d'or augmentaient le taux d'escompte, renforçant ainsi la pression exercée sur les prix par la diminution de la circulation. De cette façon l'équilibre entre les divers marchés se rétablissait d'une manière satisfaisante et celui-ci était aidé par le fait que les éléments de l'équilibre économique étaient assez maniables ou, en d'autres termes, pas rigides.

On admet souvent que toutes ces réactions se faisaient, avant la guerre, d'une façon automatique.

Mais après la guerre, tous ces réflexes de l'étalon-or avaient perdu leur automatisme. A maintes reprises, on a constaté en Angleterre, c'est-à-dire sur la place demeurée la plus importante pour le jeu de l'étalon-or, le désir d'échapper à l'obligation d'élever le taux d'escompte en cas de tension du change; on a protégé artificiellement le niveau trop élevé des prix, on n'a pas laissé jouer l'étalon-or. Ensuite, pendant toute la période d'après-guerre, le problème du règlement des dettes de guerre est venu compliquer les conditions de l'ajustement des paiements internationaux.

Enfin, on a vu apparaître dans tous les pays plus de rigidité dans le niveau des prix. De ce fait, les réactions que devaient provoquer la hausse ou la baisse des prix dans le sens d'un rééquilibre de la balance des comptes, grâce aux mouvements internationaux de marchandises, n'ont pu se réaliser comme auparavant. Ce dernier fait a influé dans une large mesure sur le fonctionnement du nouveau système monétaire.

En un mot la fluidité des éléments de l'équilibre économique nécessaire au fonctionnement normal de l'étalon-or était bien compromise pendant cette période, et ce fait n'a pas manqué d'avoir une répercussion sur la stabilité même des changes.

§ 2. — *Les Fonds d'Egalisation des Changes*

Comment sont assurés ces divers équilibres avec ce système? Et il y a lieu de souligner que quel que soit le système auquel on ait recours, il s'agira toujours de parvenir, grâce à un mécanisme approprié, à rendre aussi faciles que possibles les échanges entre les diverses économies nationales. Donc, étant donné que les relations économiques internationales sont indispensables, on se trouve devant les mêmes problèmes; assurer une connexion entre les diverses monnaies et chercher l'équilibre final de la balance des comptes et aussi de la balance des paiements à un moment donné.

On sait que ce système supprime les parités fixes et institue des parités variables, ce qui aura pour conséquences de donner à chacune des économies nationales une certaine autonomie.

S'il s'agit d'un déséquilibre passager de la balance des comptes, ce système va se rapprocher singulièrement du système classique. Le change va hausser ou baisser, suivant la nature du déséquilibre, et ordinairement ces fluctuations seront un peu plus grandes que sous le régime de l'étalon-or. Mais à la différence de celui-ci, en cas d'une plus grande pression, il n'y aura pas, **en général**, de maniement du taux de l'escompte, et c'est le change qui va encore baisser. La traditionnelle politique du taux d'escompte par laquelle on agissait sur les mouvements des capitaux pour remédier à un déséquilibre temporaire, se traduisant par une pression sur les réserves métalliques, ne fonctionne plus. Et cela se comprend bien, si l'on pense que pour qu'elle soit efficace, il faut une stabilité des changes indiscutée, puisque c'est seulement dans ce cas que des écarts d'intérêts peuvent conduire les capitaux en quête de placement d'un pays à l'autre.

De plus, ces variations des changes auront pour conséquences de faire des ajustements de prix-or, tandis que les prix-papiers sont autonomes. Les Etats, en effet, n'hésiteront pas, au cas où leurs prix-or sont plus élevés, à recourir au change, moyen facile et rapide dans ses effets.

Si une monnaie indépendante tendait à se trouver dépréciée par suite d'une hausse des prix, le Fonds d'égalisa-

tion relatif à cette monnaie l'achèterait à un prix-or légèrement inférieur et lorsque la monnaie tendrait à se trouver appréciée, le Fonds d'égalisation la revendrait à un prix-or légèrement supérieur. Mais dans ce dernier cas, le mécanisme ne fonctionnera pas avec la même rapidité, car on est toujours enclin à faire profiter d'une baisse de prix le commerce extérieur. Enfin, ces mouvements du change favoriseraient les exportations et décourageraient les importations ce qui amènerait une amélioration et un raffermissement du change national.

En cas d'un déséquilibre durable, la situation est toute différente et devient même plus complexe.

On peut supposer tout d'abord que le Fonds d'égalisation tentera de maintenir, au prix d'importants sacrifices, le niveau des changes stables, il fera la contre-partie nécessaire aux ventes de devises nationales en prélevant sur les réserves d'or dont il dispose; la situation pourrait être identique à celle du régime de l'étalon-or. En ce qui concerne le maniement du taux d'escompte en cette situation, on ne peut pas établir une règle. Selon la préférence des pays, il pourrait être élevé ou maintenu au même niveau.

Finalement, on agira sur le change si l'on a un recours constant aux réserves d'or du Fonds d'égalisation suivant l'importance du déséquilibre et la pression qui s'exerce sur les réserves d'or on fera glisser le change, en approchant du point d'or inférieur, s'il en existe, on choisira, dans le cas contraire, un niveau de change jugé suffisant à faire face à la pression et donner un avantage aux industries d'exportation. Du même coup, l'équilibre des prix-or intérieurs avec ceux de l'étranger est atteint et même ils peuvent leur être sensiblement inférieurs et c'est de cette façon que le commerce extérieur sera favorisé.

En ce qui concerne les conséquences des mouvements d'or qui peuvent se produire, c'est-à-dire de ses réactions, elles sont toutes différentes. L'utilisation du métal précieux n'est pas la même que sous le régime de l'étalon-or. Les effets de contraction et d'expansion monétaire caractéristiques de ce dernier système, ne se produiront pas dans la même mesure, avec le système des Fonds régulateurs.

Il n'y a pas de tendance à la baisse des prix dans le pays débiteur, mais chez ce dernier, plutôt une hausse des prix.

papier, dûe au change, à leur élévation dans le pays créancier. L'expansion et la déflation ne sont plus automatiques et même souvent, dans la mesure où une déflation se produirait par suite des sorties d'or, on y suppléerait par des opérations sur le marché libre. La mesure volontaire prend le pas sur l'automatisme; une erreur des dirigeants, un optimisme excessif risque de compromettre le redressement.

Ce système, comme on le voit, par des modes d'action sur les prix et en vue d'un équilibre de la balance des comptes se rapproche du cas des changes erratiques où il existe un processus semblable de rétablissement de l'équilibre, n'impliqua pas une action directe sur les prix. L'équilibre résulte du simple fait que la hausse des devises d'un pays, conséquence du déséquilibre des comptes internationaux, rend aux étrangers les marchandises moins chères en leur propre monnaie, tandis que les marchandises étrangères paraissent, en monnaie nationale, plus chères. Les exportations sont donc encouragées et les importations freinées. Naturellement, l'influence du change sur le commerce extérieur n'est pas parfaitement automatique. Elle aide les exportations, c'est un facteur favorable au moins, mais ce n'est pas un « facteur absolument certain du rééquilibre de la balance des comptes » (3). Le marché intérieur peut se trouver dans des situations telles que même une baisse énorme du change n'y fera rien. En effet, d'autres facteurs peuvent entraver son action et le neutraliser complètement. En dehors de la spéculation, l'augmentation de la capacité d'absorption du marché intérieur, par suite de l'augmentation des revenus pourrait freiner les exportations et même provoquer le développement des importations (4).

Enfin, quoiqu'il en soit de l'efficacité du change en vue d'un rééquilibre de la balance des comptes, certains considèrent le fait de pouvoir rétablir, d'un seul coup, l'équilibre compromis des prix-or comme le grand avantage de ce système et même comme une supériorité sur l'étalon-or

(3) Aftalion : *Cours de Droit professé en 1935-36*, p. 112.

(4) Le cas de la balance commerciale française en 1937 est très probant.

classique. Ce dernier, dit-on, fonctionne d'une façon satisfaisante lorsqu'il s'agit de rétablir un déséquilibre temporaire de la balance des paiements. Lorsque celle-ci est temporairement déficitaire, on élève le taux de l'escompte afin d'attirer des capitaux qui ramènent immédiatement l'équilibre. Mais cet afflux de capitaux donne justement l'illusion qu'un effort de rétablissement par la baisse des prix est inutile. Aucun processus automatique ou non de rétablissement de l'équilibre durable n'est déclenché par le rétablissement momentané. Tandis que le Fonds d'égalisation en laissant glisser le change ne crée pas cette illusion et aide au rééquilibre de la balance des comptes. Ensuite, en maniant plus profondément le change, il agit d'une façon moins aléatoire et moins perturbatrice, pour l'économie nationale, que le rétablissement de la balance des comptes par les mouvements d'or et le taux d'escompte, qui contraignent l'économie à subir une déflation d'autant plus dure qu'elle est lente. De plus, il serait plus facile et plus logique d'aligner la monnaie sur l'économie que celle-ci sur la monnaie. Ainsi on instituerait une solidarité internationale entre les diverses économies internationales sans gêner celles-ci.

Sans méconnaître les inconvénients du mécanisme de l'étalon-or, provoquant une déflation difficile à supporter, en cas d'un déséquilibre profond, et puis étant donné la rigidité des prix actuels, il ne faut pas tout de même oublier les inconvénients du système des Fonds d'égalisation représentant les parités variables, les changes souples. Il y a un danger très certain que, en maniant très souvent les changes, on crée une incertitude quant à la valeur future de la monnaie et par l'intermédiaire de la prévision, facteur psychologique, provoquer d'autres déséquilibres plus dangereux encore et très nuisibles pour l'économie nationale. La baisse du change provoque une hausse des prix et si elle se répète plusieurs fois, on donne l'impression que la monnaie n'est plus défendue, qu'on a recours aux moyens faciles qui ne pallient que temporairement à une situation menaçante, au lieu de recourir à des moyens plus énergiques capables d'assainir l'économie. Ensuite, cette façon d'agir sur l'économie créerait une atmosphère de spéculation et une fuite de capitaux à l'étran-

ger qui introduirait un trouble certain dans la vie économique.

Le système des changes stables, représenté par l'étalon-or, présente donc des avantages incontestables en apportant une sécurité à l'activité nationale et, sous réserve d'un réajustement des parités en cas d'un déséquilibre intolérable des prix et s'il n'y a pas moyen de l'éviter sans préjudice pour l'économie, est préférable aux changes instables.

De plus, avec le système de Fonds d'égalisation, l'équilibre des prix, ne se fait que par l'action isolée d'un seul pays. Les pays receveurs d'or ne permettent pas souvent à l'or d'exercer son influence sur la circulation monétaire et les prix par intermédiaire de ceux-ci sur le commerce international et les prix des pays perdant l'or. Sur ces derniers pèsera tout le poids du rétablissement de l'équilibre. S'ils veulent le rétablir en prenant des mesures appropriées, et s'ils n'atteignent pas leur but, alors ils seront obligés de réduire encore davantage leurs importations en se repliant ainsi sur eux-mêmes.

Et ceci serait tout à fait contraire à la solidarité dynamique annoncée par certains (5).

(5) V. Dillard : *Conditions techniques de l'entente monétaire*, Rev. Econ. Intern., nov. 1936; F. D. Graham : *Le rang de l'or parmi les standards monétaires de l'avenir*, Rev. Ec. Intern., sept. 1936.

BIBLIOGRAPHIE DU CHAPITRE III

(Cours professé en 1935-36)

Aftalion (A.). — *Monnaie, prix, change*, 1936.

Dillard (V.). — *Conditions techniques de l'Entente monétaire*, art. Rev. Ec. Int., nov. 1936.

Graham (F.-D.). — *Le rang de l'or parmi les standards monétaires de l'Avenir*, Rev. Ec. Intern., sept. 1936.

Lescure (Jean). — *Des crises générales et périodiques de surproduction*, Paris 1938, 5^e édit. Libr. Domat-Montchrestien.

Martens. — *Accord Tripartite et mouvements d'or*, Rev. Ec. Int. mars 1937.

Nogaro (B.). — *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*, 1935.

— *La Crise économique dans le Monde*, 1936.

Petritzky (M.). — *Gold Exchange Standard*.

Weiller (I.). — *L'influence du change sur le commerce extérieur*, 1929.

Zolotas (X.). — *Etalon-or en Théorie et en Pratique*, 1933.

Compte rendu des travaux de la Réunion des économistes, juin 1936. *Reconstruction économique internationale*, 1936.

Congrès international des Sciences économiques, 1937. *L'Etalon-or et son avenir*.

Conclusion

Les Fonds d'égalisation des changes sont les produits de l'économie contemporaine, de la crise de l'étalon-or. L'éclatement de celle-ci créant du désordre et de la panique, il fallait trouver un moyen pour limiter les dégâts et échapper aux conséquences néfastes, aux malheurs de l'inflation qui étaient encore un trop frais souvenir de la période d'après-guerre. Il est devenu nécessaire pour les divers pays de renouer, d'une façon ou d'une autre, les liens rompus pour pouvoir continuer la vie commune. Il fallait trouver un moyen d'embrayer les diverses monnaies les unes sur les autres. Le réflexe humain, plus que l'intelligence, s'est chargé de répondre en créant des institutions selon les besoins de la situation. Et ces Fonds constituent des organismes de défense contre les troubles provenant de l'intérieur ou de l'extérieur, d'un genre tout particulier. Ils sont par conséquent un remède appliqué à un corps malade, mais un remède moins radical que le contrôle des changes, c'est une solution exigée par les événements et plus libérale que ce dernier. Néanmoins, elle est imprégnée d'un certain étatisme qui pour être moins prononcé que celui du contrôle des changes n'en est pas moins une ébauche de l'autarchie. On peut même dire que les Fonds d'égalisation ne pouvaient naître que dans le climat de l'autarchie et qu'ils allaient la renforcer. L'internationalisme de l'étalon-or ne pouvait plus être pratiqué. Rares au début, ils se généralisèrent à la faveur des événements pour constituer presque un système international dont l'action avait besoin d'être coordonnée et disciplinée. C'est ce que fit l'accord monétaire tripartite. Donc on peut considérer ce système monétaire comme un système conventionnel à la différence de l'étalon-or qu'on peut considérer comme un système du droit naturel. Néanmoins, les unités qui le composent n'en sont pas moins des organismes à caractère très national qui le marquent par conséquent, nettement. Celles-ci

comme telles, revêtent sur le plan des réalités pratiques des formes variées et des modalités différentes et ayant des buts plus ou moins complexes.

Tous les Fonds d'égalisation, étant en principe des masses de manœuvre, se servent de leurs ressources pour intervenir sur le marché des changes en vue de régulariser les cours de la monnaie qui est sous leur contrôle. Ils sont, en d'autres termes, des réservoirs toujours prêts à se déverser sur le marché, qui est une sorte de bassin, et par la puissance de leur chute neutraliser les autres courants. L'efficacité de leur intervention dépendra donc de l'importance des ressources dont ils disposent et de leur composition, des ressources nationales, devises et or. Ils interviennent lorsqu'ils jugent que c'est opportun, c'est-à-dire, lorsque les éléments perturbateurs viennent troubler l'évolution normale du change. Mais tous ne se sont pas tenus de remplir leur devoir déterminé et c'est ainsi que le Fonds anglais outrepassant la mission qu'on lui a donnée, avait agi jusqu'en 1935, autrement, c'est-à-dire qu'il avait lui-même déterminé l'évolution du change et non les éléments fondamentaux de l'économie. Ils ne publient pas leurs opérations, ou avec un certain retard, et ayant le droit de ne pas défendre, en général, un cours rigide, ils sont en état de contrecarrer les manœuvres de la spéculation, dans la mesure où celle-ci constitue un phénomène de surface. Au contraire ils sont incapables de faire quelque chose contre elle si elle est appuyée sur des éléments matériels sérieux. Ceci nous donne la mesure de leur puissance en ce qui concerne la réglementation des cours du change. En effet lorsque les éléments matériels, comme la balance des comptes et l'inflation leur sont constamment défavorables, ils sont débordés et finalement ils se trouvent devant le dilemme : de laisser glisser le change ou de perdre toutes les réserves d'or. Ils pourront résister d'autant moins que le courant des capitaux, déterminé par tout un faisceau de facteurs matériels et psychologiques, leur sera constamment défavorable.

Comme on le voit leur possibilité d'action est très limitée lorsque le mouvement du change est à la baisse; tandis qu'ils sont tout puissants dans le cas contraire. Ce qui explique le fait que certains d'entre eux ont pleinement

réussi, d'autres, au contraire, étaient littéralement débordés par la situation sans avoir pu faire autre chose que de laisser fléchir la monnaie nationale.

A ce point de vue, les Fonds d'égalisation, mesure technique et si ingénieuse qu'elle soit, est incapable de faire des miracles, c'est-à-dire changer le courant défavorable des capitaux. Par contre, c'est la situation générale, l'état économique et le climat social et politique d'un pays qui sont des facteurs décisifs de la réussite ou de l'échec d'un Fonds. Ainsi s'explique le succès des Fonds suisse, hollandais et en majeure partie du Fonds anglais. Le Fonds français a eu au contraire un sort très malheureux avec de brefs retournements par périodes, jusqu'en mai 1938. A partir de cette date le climat intérieur de la France s'étant amélioré, il a marqué un succès.

Le Fonds américain était le moins actif, la situation constamment favorable en Amérique ne lui donnant pas l'occasion d'intervenir.

En ce qui concerne la politique de contrepartie des capitaux à court terme poursuivie par les Fonds d'égalisation à mécanisme compensatoire, c'est-à-dire possédant dès leur création de la monnaie nationale, il convient de l'approuver dans la mesure où elle constitue une précaution contre les retraits soudains de ces capitaux. La leçon de 1931 qui a coûté si cher au monde, n'a du moins pas été oubliée. Cette politique pratiquée par l'Angleterre, les Pays-Bas, les Etats-Unis par une méthode n'ayant pas de rapport avec le Fonds, et à partir de mai 1938 par la France a abouti à une importante stérilisation de l'or. Même si elle allait au delà de la limite de précaution on ne pouvait leur reprocher ni un excès ni de ne pas respecter la règle du jeu, c'est-à-dire permettre à l'or d'exercer son influence sur la circulation monétaire et le crédit. Devant absorber des capitaux exceptionnellement importants de métal monétaire, ces pays redoutaient qu'il n'en résultât chez eux une inflation redoutable des crédits. Et il n'apparaît pas que les répercussions de cette inflation eussent été capables de déterminer le renversement des courants des capitaux qui s'en suivrait en temps normal, car pratiquement il n'est que peu de pays vers lesquels l'or pouvait se diriger; l'insécurité les en empêchait généralement.

Les Fonds qui étaient exclusivement dotés en or ne pouvaient pas pratiquer cette politique de contrepartie.

L'importance de l'accord monétaire tripartite pour le fonctionnement du nouveau système sur le plan technique et sur celui de la collaboration des Fonds, ne peut pas être sous-estimé. Un pas important était franchi dans la voie de rétablissement du mouvement normal de l'or et une stabilité plus grande des changes devait en résulter. Les Etats, en effet, ne devaient jamais recourir à la dépréciation délibérée du change en vue d'un avantage commercial. Il n'y a que l'élévation des prix et le recours constant aux réserves d'or, menacées d'épuisement, qui autorisaient à changer de parité, à laisser glisser le change. Cette situation d'entente entre les Etats signataires des accords tripartites fait un singulier contraste avec la situation des grandes batailles des changes des années 1933 et 1934.

Cependant la coopération entre les Fonds ne se déroulait pas de façon parfaite et comme la prévoyait l'accord. Il y avait quelquefois des négligences de la part d'un Fonds ou des fausses manœuvres. C'est ainsi que, lors du « dollar scare », au mois de septembre 1937, le Fonds anglais ne jouait pas parfaitement. Il pratiquait une sorte de politique de Gold Exchange Standard, achetant des dollars offerts par le marché et les gardant par devers lui au lieu de les envoyer à New-York pour obtenir de l'or que le marché lui demandait. Pendant ce temps-là le Fonds américain n'avait pas bougé. Evidemment cette situation était contraire à l'accord tripartite et elle prouve que ce système ne sera pas capable d'assurer un automatisme comparable à celui de l'étalon-or, condition essentielle de bon fonctionnement du système et de la stabilité des changes. Cela prouve aussi que les Fonds d'égalisation obéissent trop souvent à des considérations étrangères au souci de maintenir cette stabilité, souci qui devrait être leur seule préoccupation.

Enfin, quoi qu'il en soit de la précision du système, les changes seront maintenus stables, aussi longtemps que la prospérité intérieure des pays n'est pas mise en cause, n'est pas compromise. Lorsqu'une pareille situation se présentera ils seront immédiatement sacrifiés pour pouvoir rétablir de nouveau la prospérité et c'est un curieux ren-

versement des choses par rapport au passé, lors du fonctionnement de l'étalon-or où l'on voulait maintenir cette prospérité par la stabilité des changes. L'ajustement des prix serait donc plus aisé et ne contraindrait pas la structure de l'économie à une déflation inévitable sous l'étalon-or. Mais si l'on a souvent recours à cet ajustement alors on créerait d'autres troubles aussi graves qu'une déflation. On doit donc être prudent avant de choisir le moyen par lequel on veut rétablir l'ajustement.

Il est évident qu'avec de tels soucis les réactions du système sont différentes. La politique de l'escompte agissant sur les mouvements des capitaux ne sera plus pratiquée. Les capitaux ne viendront plus pour diminuer la pression sur le change, à cause des risques qu'ils courent. Il sera donc porté un coup aux placements à court terme et au lieu de ces mouvements de capitaux en voie de placement il n'y a que des mouvements sans aucun esprit de suite. Les capitaux à court terme ne se déplaceront que sous l'influence des facteurs psychologiques, disons des dangers qu'ils courent.

Les prêts à long terme ne sont pas dans une meilleure situation. Les parités-or des diverses monnaies n'étant pas fixées, il y aurait un menace de diminution de ces prêts. Dans ces conditions, une amélioration souhaitable de la vie économique internationale est compromise. Selon d'autres ce système de non fixité par rapport à l'or serait meilleur pour la finance internationale à long terme. Les dettes s'acquitteraient plus facilement, car elles pourraient se régler sur la base d'un certain indice composé des matières premières qui présenteraient l'avantage de s'adapter automatiquement à la capacité des débiteurs. Les créanciers trouveraient aussi leur avantage car ils ne perdraient pas tout. Tout cela évidemment à la condition que la livre conserve un pouvoir d'achat stable car elle jouerait le rôle d'un instrument de crédit.

Il est possible que certains économistes n'hésitent pas à considérer comme recommandables des emprunts de cette nature, mais ceux-ci pourront paraître étranges au monde financier. Il est douteux que de pareils emprunts se généralisent sans une pression quelconque.

En tout cas pour le moment l'incertitude qui pèse sur la

valeur future de la monnaie n'est pas de nature à encourager ces opérations.

Etant donné cette situation on peut se demander si ce système va durer encore longtemps ou s'il sera appelé à faire place à un autre système, par exemple, à l'étalon-or qui assurerait la stabilité indispensable pour favoriser ces opérations.

Certains pays n'ont institué un Fonds d'égalisation que d'une façon provisoire, marquant ainsi leur défaveur à son égard. D'autres pays, comme l'Angleterre sont particulièrement attachés à cette institution, surtout l'Angleterre qui a, pendant le fonctionnement de cet organisme, vécu des années de prospérité et lui a permis de bénéficier d'un argent bon marché. Elle se résoudra donc difficilement à abandonner ce régime tant que, par ailleurs, la situation internationale demeure très troublée. Elle ne veut pas se risquer non plus tant que les autres pays se débattent dans des difficultés financières et économiques. Mais à d'autres égards, surtout en ce qui concerne l'or, son abondance permettrait de rétablir l'étalon-or d'une façon aisée si les autres conditions indispensables à son fonctionnement normal, étaient réunies et qui se trouvent impliquées dans cette phrase de M. Jenny : « La technique la plus savante ne peut suffire que si l'équilibre financier, économique et social existe à l'intérieur et à l'extérieur » (1).

D'autres proposent de maintenir même après rétablissement de l'étalon-or, au besoin avec des points d'or assez écartés, les Fonds d'égalisation qui seraient même encore assez utiles (2). Leur rôle serait de défendre le nouvel étalon-or contre les résidus d'éléments perturbateurs et en ce cas les Fonds d'égalisation devraient fonctionner lorsque les mouvements de l'or provoquent, au lieu de supprimer, une disparité des prix. Il serait évidemment très prudent de les maintenir pour empêcher les capitaux vagabonds de détruire l'étalon-or. Mais le vrai remède consisterait à fixer ces capitaux fugitifs.

(1) Rapport de M. Jenny au Congrès International des économistes 1937. Travaux du Congrès — Etalon-or et son avenir.

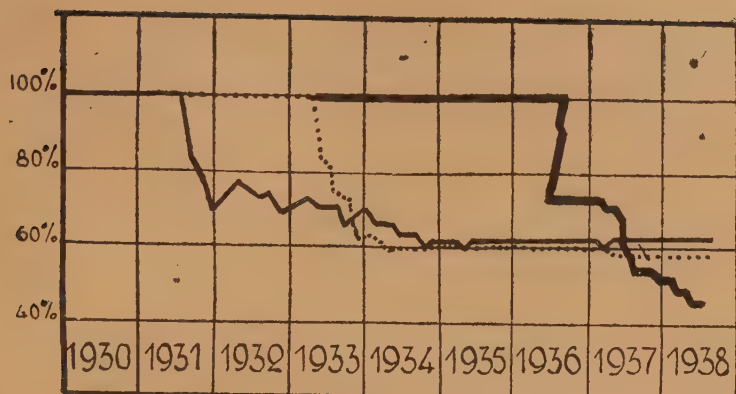
(2) M. Xenophon Zolotas et N.-F. Hall.

Vu : Le Président
B. NOGARO

Vu et approuvé :
Le Doyen
G. RIPERT

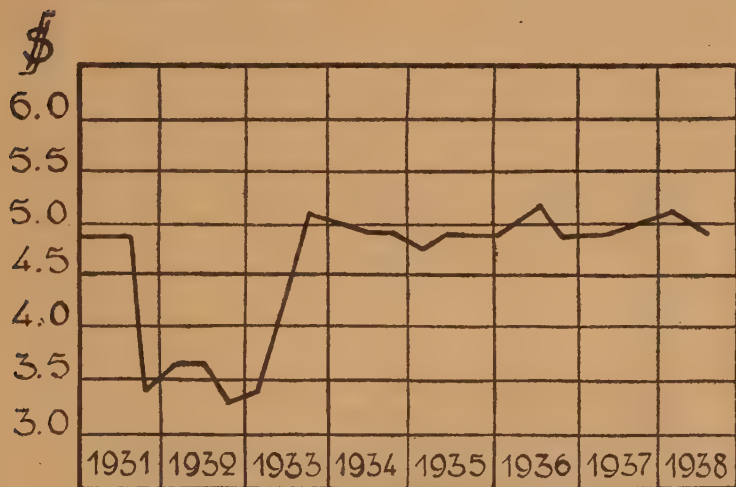
Vu et Permis d'imprimer :
Le Recteur de l'Académie de Paris
ROUSSY

ANNEXES

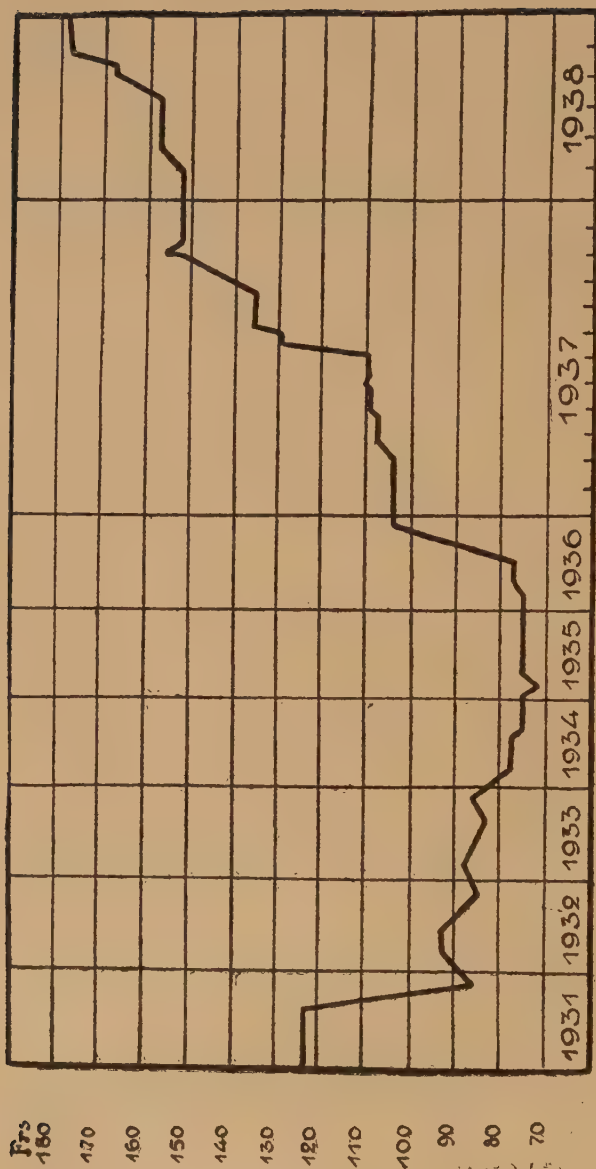


Valeur-or de la livre, du dollar et du franc en pourcentage de leur unité

— Livre
 Dollar
 — Franc



*Rapport du Dollar-Sterling
 (en dollars par livre)*



*Rapport du franc-Sterling
(en francs par livre)*

Bibliographie

LIVRES

- Aftalion (A.). — *Monnaie, prix et change : expériences récentes et théories*. Paris 1926.
- *L'Or et sa Distribution mondiale*. Paris 1932, Dalloz.
- *Cours d'Economie politique*, professé en 1935-36.
- *L'Equilibre des Relations Economiques internationales*. Paris 1937, Domat-Montchrestien.
- *L'Or et la Monnaie*. Paris 1938, lib. Domat-Montchrestien.
- Arnauné. — *La Monnaie, le Crédit et le Change*. Paris 1926.
- Baudin (L.). — *La Monnaie et la Formation des Prix*. Paris 1936, lib. Recueil Sirey.
- *La Monnaie. Ce que tout le monde en devrait savoir*. Paris 1938, lib. de Médecis.
- Cassel (G.). — *La Monnaie et le Change après 1914*. Trad. française de G. Lachapelle, Paris 1923, lib. Marcel Giard.
- Catiforis (S. I.). — *La Crise de la Monnaie anglaise 1931*. Thèse, Paris 1933, lib. Recueil Sirey.
- Chassery (E.). — *Les Illustons de l'Amérique en matière de crédits de 1914 à l'Expérience Roosevelt*.
- Dauphin-Meunier (A.). — *La Banque de France*. Paris 1937, Galimard.
- Delaisi (F.). — *La Bataille de l'Or 1933*. Paris, lib. Payot.
- Delcourt (G.). — *Les Procédés modernes de contrôle du change et leur application dans les pays anglo-saxons*, Paris 1936, lib. A. Rousseau.

- Fisher (Irw). — *L'Illusion de la Monnaie stable*. Paris 1929, Payot.
- *Le pouvoir d'achat de la Monnaie*. Paris 1926, Giard.
- Gallimard (C.). — *Le Change*. Paris 1938.
- Goschen (G. I.). — *La théorie des changes étrangers*.
- Hall (N. F.). — *The Exchange Equalisation Account*. Londres 1935, Mac Millan.
- Keynes (J.-M.). — *La Réforme monétaire* 1924. Trad. française Paul Franck, Paris, du Sagittaire.
- *Réflexions sur la France et quelques autres sujets*. Trad. René Lelu, Paris, Simon Kra, 1928.
- Lasson (R.). — *La Baisse de l'Intérêt en Grande-Bretagne de 1932 à 1936*. Thèse, Paris 1937, lib. gén. de Droit et de Jurisprudence.
- Lazard (J. P.). — *Politique et théories monétaires anglaises d'après guerre*. Paris 1927, Recueil Sirey.
- Le Branchu (I. Y.). — *Essai sur le Gold Exchange Standard*. Paris 1933, Recueil Sirey.
- Legueu (F. F.). — *La question de l'Or de la France* (broch. 23 p., Centre Inf. Doc.).
- Lescure (Jean). — *Des Crises générales et périodiques de surproduction*. Paris 1938 (5^e édit.). Domat-Montchrestien.
- *Hausse et Baisse des prix de longue durée*. Paris 1933. Domat-Montchrestien.
- Matran (de B.). — *Les Déséquilibres monétaires*. Paris 1936. Libr. Soc. Econ. Appliquée.
- Nogaro (B.). — *Monnaie et les Phénomènes monétaires contemporains*. Paris 1935, lib. gén. de Droit et de Jurisprudence.
- *La Crise économique dans le Monde*. Paris 1936, lib. gén. de Droit de Jurisprudence.
- *L'Or et les prix*. Conférence donnée le 8 mars 1937, à Bruxelles, à l'Institut des Hautes Etudes de Belgique.
- Oualid (W.). — *Leçons sur la Monnaie et les Phénomènes monétaires*. Paris 1927, Recueil Sirey.
- Pomméry (L.). — *Changes et Monnaies*, 1926, Paris.
- Petritzky (M.). — *Gold Exchange Standard*. Thèse, Paris 1934, lib. Recueil Sirey.

- Pirou (G.). — *La Monnaie française depuis la guerre, 1919 à 1936.* Paris, Recueil Sirey.
- *La Monnaie française de 1936 à 1938.* Paris, Recueil Sirey.
- Poncheville (L. M. de). — *Essai sur les théories monétaires contemporaines.* Paris 1935, Libr. Recueil Sirey.
- Rist (Ch.). — *Essai sur quelques problèmes économiques et monétaires.* Paris 1933, Recueil Sirey.
- *Histoire des Doctrines relatives au Crédit et à la Monnaie depuis John Law jusqu'à nos jours.* Recueil Sirey, 1938.
- Ruef (E.). — *Théorie des Phénomènes monétaires.* Paris 1927, Payot.
- Sourisse. — *Les expériences récentes de Réglementation du Change.* Thèse, Paris 1934, Zouve Cie.
- Stehelin (I.). — *La Politique de l'Escompte de la Banque d'Angleterre,* Paris 1933, Giard.
- R.-I. Truptil. — *Le Système bancaire anglais et la place de Londres,* Paris 1935, lib. R. Sirey.
- Vigreux (P. B.). — *De la Monnaie à l'économie française 1933-1938.* Paris, lib. gen. de Droit de Jurisprudence.
- Weiller (I.). — *L'Influence du change sur le commerce extérieur,* Paris 1929.
- Withers (H.). — *Qu'est-ce que la Monnaie,* Trad. Cyrille et Joseph Paris, Giard 1920.
- Zolotas (X.). — *Étalon-or en théorie et en Pratique.* Paris 1933, Recueil Sirey.
- *Compte rendu des travaux de la Réunion des Economistes,* juillet 1935, Anvers,
- *Compte rendu des travaux de la Réunion des Economistes,* juin 1936.
- *Congrès international des Sciences économiques et Sociales,* Paris 1937. *L'Avenir de l'étalon-or.*



- Travaux du Congrès des Economistes de langue française, Paris 1933. Libr. Domat-Montchrestien.
- Travaux du Congrès de langue française. Paris 1937. Libr. Domat-Montchrestien.

ARTICLES DE REVUES CONSULTÉS

SUR LE FRANC

- Jenny (F.). — Articles dans le *Temps*, du 11 janv., 5 mars, 12 juillet, 23 nov. 1937 et 3 janv. et 3 mai 1938.
- Mossé (R.). — *Faut-il renoncer au Fonds d'égalisation des changes?* Europe Nouvelle, 6 mars 1937.
- Schwob (Ph.). — *La Banque de France et le Fonds d'Egalisation des changes.* Europe Nouvelle, 24 janv. 1937.
- Wolf (R.). — *Trésorerie, déficit et Fonds d'Egalisation des changes.*
— *Le Fonds d'égalisation et la stérilisation de l'or* (R. E. P.), mars et avril 1937).

SUR LA LIVRE

- Comstock. — *The British Exchange Equalisation Account.* American Economie Review, déc. 1933.
- Crump (N.). — *The British Exchange Equalisation Fund.* Monthly Review, janv. 1937.
- Paish (F.-W.). — *The British Exchange Equalisation Fund.* Economica fév. 1935, fév. 1936, août 1937.
- Pouyanne (H.). — *Fonds Egalisation des Changes en Grande-Bretagne.* Europe Nouvelle, 6 mai 1933.
- Smets (F.). — *Le Fonds anglais d'égalisation des changes.* R. E. Int. juin 1934.
- Keynes (J.-M.). — *The Exchange Fund in the Economist.* 24 avril 1932.
- Sprague (O.-N.). — *The Exchange Equalisation Account The Economist.* 3 mars 1934.

SUR LE DOLLAR

- Agger (E.-E.). — *Le Programme Roosevelt et le système de la Réserve Fédérale.* R. E. Int., av. 1935.
- Gideonse (H.-D.). — *Les Etats-Unis et le Gold Standard international.* R. E. I., janv 1934.
— *La stabilisation des prix de gros comme objectif monétaire* essai sur le Commodity dollar 1936, juillet,

Maillebois (B.). — *L'Amérique stérilise l'or*. Europe Nouvelle, 8 janv. 1937

Meynial (P.). — *La vie économique aux Etats-Unis*. R. E. P. (1933-1938.)

Warburg. — *La politique monétaire des Etats-Unis*. R. E. P., 1934.

Young (R.-A.). — *Or, mouvements de et dollar*. R. E. Int., janv. 1934.

— *Le Dollar et le Franc*. R. E. Int., nov. 1937.



Martens. — *Accord Tripartite et Mouvements d'or*. R. E. I., mars 1937.

Dillard (V.). — *Conditions techniques de l'entente monétaire*. Rev. E. Int., nov. 1936.

Graham (F.-D.). — *Le rang de l'or parmi les standards monétaires de l'avenir*. R. E. I., sep. 1936.

REVUES CONSULTÉES

Langue française

Activité économique.

Banque

Bulletin de statistique et législation comparée.

Bulletin du centre Polytechnicien d'Etudes économiques (X, Crise).

Bulletin Quotidien.

Journal des Economistes.

Revue d'économie Politique.

Revue économique Internationale.

Revue Politique et parlementaire.

Revue du Trésor.

Langue étrangère.

Statiscal Sumary Bank of England,

Economica-anglais.

Economist anglais,

Monthly Review.

American Economic Review.

Bulletin de la Banque Nationale de Belgique.

La vie économique. Rev. mens. Suivre.

•••

Rev. annuelle Monnaies et Banques vol. I, S. D. N. (1935-38).

Revue de la Situation économique mondiale.

JOURNAUX

Europe Nouvelle.

Le Temps.

Times.

Table des Matières

INTRODUCTION	7
--------------------	---

PREMIERE PARTIE

ETUDE PRATIQUE DU SYSTÈME DES FONDS D'ÉGALISATION DES CHANGES

CHAPITRE PREMIER

Création des Fonds d'égalisation des changes

<i>Section Première.</i> — Pourquoi a-t-on préféré le Fonds d'égalisation à l'Institut d'émission	14
<i>Section II.</i> — Constitution et financement des Fonds d'égalisation des changes	18
<i>Section III.</i> — Objet des Fonds d'égalisation des changes	27
<i>Section IV.</i> — Le secret des opérations des Fonds d'é- galisation des changes	36

CHAPITRE II

La gestion des Fonds d'égalisation et l'évolution des changes

<i>Section Première.</i> — Le fonds d'égalisation britanni- que et la Livre sterling	45
---	----

<i>Section II.</i> — Le Fonds d'égalisation américain et le Dollar	66
<i>Section III.</i> — Le Fonds d'égalisation français et le Franc	71
<i>Section IV.</i> — Limites de l'action d'intervention des Fonds d'égalisation sur le marché des changes.	81

CHAPITRE III

Les Accords Tripartites et les Fonds d'égalisation des changes

Les Accords Tripartites	87
-------------------------------	----

CHAPITRE IV

Les effets des opérations des Fonds d'égalisation sur les prix et le crédit

<i>Section Première.</i> — Les effets sur les prix	93
<i>Section II.</i> — Les effets sur le crédit intérieur	98

SECONDE PARTIE

L'ETUDE THÉORIQUE DU SYSTÈME DES FONDS D'ÉGALISATION DES CHANGES

CHAPITRE PREMIER

Les traits caractéristiques du système des Fonds d'égalisation des changes

Traits caractéristiques du système	117
--	-----

CHAPITRE II

Le système des Fonds d'égalisation et la valeur intérieure de la monnaie

<i>Section Première.</i> — Valeur intérieure de la monnaie sous le régime de l'étalon-or	125
---	-----

<i>Section II.</i> — Les Fonds d'égalisation et la valeur intérieure de la monnaie	128
--	-----

CHAPITRE III

Le système des Fonds d'égalisation et la valeur extérieure de la monnaie

<i>Section Première.</i> — Les Gold Points	137
<i>Section II.</i> — Ajustements avec l'Extérieur et la balance des comptes	142
CONCLUSION	153
ANNEXES	161
BIBLIOGRAPHIE	165

IMPRIMERIE SPÉCIALE
DES ÉDITIONS P. BOSSUET
8, RUE NOTRE-DAME-DES-CHAMPS
PARIS-VI°
